

LA
SPÉCULATION ILLICITE
SUR LE
MARCHÉ FINANCIER

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue, le 29 mai 1933, à 14 heures

PAR

Marcel PLACHTE

Président de thèse : M. Maurice PICARD, Professeur

Suffragants { MM. RIPERT } *Professeurs*
 { J. DE LA MORANDIÈRE }

PARIS
LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN
F. LOVITON et Cie
160, RUE SAINT-JACQUES

1933

THÈSE POUR LE DOCTORAT

***La Faculté n'entend ni approuver, ni désapprouver
les opinions émises dans les thèses, ces opinions
doivent être considérées comme propres à leurs
auteurs.***

LA
SPÉCULATION ILLICITE
SUR LE
MARCHÉ FINANCIER

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue, le 29 mai 1933, à 14 heures

PAR

Marcel PLACHTE

Président de thèse : M. Maurice PICARD, Professeur

Suffragants { MM. RIPERT
J. DE LA MORANDIÈRE } *Professeurs*

PARIS
LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN
F. LOVITON et Cie
160, RUE SAINT-JACQUES

1933



INTRODUCTION

La spéculation est une institution de tous les temps. Tantôt réprimée, tantôt tolérée, elle était encore communément flétrie, à la fin du XVIII^e siècle, du nom d'agiotage. Mais avec le XIX^e siècle, apparaissent bientôt les sociétés par actions, et depuis lors, depuis que la valeur mobilière lui sert d'instrument, la spéculation a pris une importance jusqu'à cette époque inconnue dans la vie économique.

La spéculation est la force qui anime le marché financier : elle s'y manifeste sous l'une de ses formes prédominantes, et l'on peut dire que la spéculation financière est la spéculation par excellence.

Si l'on s'en tient au sens étymologique, spéculer, c'est prévoir. Et, en effet, dans son acception générale, la spéculation consiste à prévoir la hausse ou la baisse des prix, et à opérer sur le marché de manière à en tirer parti : elle se distingue ainsi à la fois du jeu de bourse, qui ne repose que sur le hasard, et de l'agiotage qui n'est que la provocation de la hausse ou de la baisse.

Il serait impossible de donner une définition plus complète ou plus précise de la spéculation en général. La formule concise qui ramène la spéculation à un acte de prévision, ne tient d'ailleurs pas compte de la réalisation pratique de l'opération spéculative. La spéculation ne se réduit pas seulement à un acte abstrait ; elle comporte aussi une application pratique du travail de prévision.

Mais, il serait en dehors de notre sujet d'examiner le rôle purement économique de la spéculation. Cependant, toute considération juridique ayant trait à la spéculation suppose une certaine pétition de principe : il faut, en effet, admettre dès maintenant, avec la législation en vigueur que la spéculation est à la fois une nécessité et une réalité dans l'économie actuelle. Sans quoi, on ne comprendrait pas la distinction qui est faite dans notre droit entre la spéculation et le pari, d'une part ; entre la spéculation et l'altération artificielle des cours, d'autre part.

Le législateur semble donc avoir considéré la spéculation comme une institution utile au commerce, mais qui, en raison de ses abus, doit être réglementée.

Avant d'aborder l'étude de la spéculation financière, et s'il est permis de tirer de ces considérations une nouvelle définition, on peut dire que la spéculation financière doit s'entendre de toutes les opérations effectuées dans les bourses des valeurs mobilières au comptant ou à terme, en vue de profiter des fluctuations des cours.

Limitant cette étude à la spéculation financière, nous nous bornerons à l'examen de la répression de l'altération¹ artificielle des cours et des principales formes illicites d'action spéculative sur le marché boursier.

De la Révolution à nos jours, la notion de la spéculation, et la distinction de ses formes licites et illicites ont subi une lente évolution. Auparavant, la conception de la spéculation était très vague. L'Ancien Droit, et même encore le Droit intermédiaire la confondirent le plus souvent avec l'agiotage.

1. Expression tirée par M. Mazeaud (Le délit d'altération des prix) des termes de l'article 419 du Code pénal, modifié par la loi de 1926.

Les rédacteurs du Code pénal de 1810 n'avaient pas et ne pouvaient pas encore avoir des idées bien précises sur la question. On était alors tourmenté presque exclusivement par la menace de l'accaparement.

C'était l'agiotage que, sans le nommer visaient les articles 419, 420, 421 et 422 du Code pénal. Ces textes réprimaient en effet à la fois le jeu, les paris sur les mouvements de hausse ou de baisse, les ventes à découvert d'effets publics, et les coalitions de nature à faire varier dans un but de spéculation les prix des denrées et marchandises, des effets publics, et peut-être même des effets privés.

Le chevalier Faure, rapporteur de l'article 419, essaya déjà il est vrai une timide distinction, dans son exposé des motifs présenté à la séance du Corps législatif, le 9 février 1810 : « La disposition, disait-il, ne peut s'appliquer à ces spéculations franches et loyales qui distinguent le vrai commerce. Celles-ci, fondées sur des réalités, sont utiles à la société¹ ».

Il ajoutait encore que l'article 419 ne visait que « les manœuvres coupables des spéculateurs avides et de mauvaise foi. » Mais il fallut cependant arriver à 1885 pour voir s'établir enfin une distinction légale entre la spéculation et le jeu. C'est en effet la loi du 21 mars 1885 qui a reconnu la légalité des marchés à terme, en écartant, en ce qui les concerne la possibilité de soulever l'exception de jeu. Jusqu'à cette date, la spéculation financière n'avait pas eu à proprement parler de statut légal. Le droit civil permettait au contre-partiste malheureux d'opposer au spéculateur l'exception de jeu. Au point de vue pénal, la spéculation ne pouvait s'exercer librement que sur les

1. Locré, 131.

valeurs des sociétés privées, puisque les articles 421 et 422 interdisaient sous les sanctions prévues par l'article 419, le premier tous paris sur la hausse ou la baisse des effets publics, le second les ventes à découvert d'effets publics.

Mais l'abrogation de ces deux articles restrictifs par la loi de 1885 n'eut pas pour effet de placer les spéculateurs dans la même situation au regard de la loi pénale selon qu'ils se livraient à des opérations illicites sur les effets publics, ou sur les effets privés.

Lors de l'élaboration de l'article 419, le Conseil d'Etat avait, sur la proposition du comte Bégouen, rejeté du texte l'expression : « papiers et effets négociables de quelque nature qu'ils soient ». Le texte, en conséquence, ne visait que les denrées et marchandises et les effets publics. Au moment de la discussion de la loi de 1867 sur les sociétés, on proposa un amendement pour prévoir la répression de la spéculation abusive sur les effets privés. Mais Baroche le fit repousser comme inutile. C'est en reprenant l'argument de Baroche, et en déclarant que l'article 419 du Code pénal s'appliquait de lui-même aux effets privés que le rapporteur Naquet fit rejeter une disposition du projet de loi de 1885, rédigée dans le même but.

La jurisprudence essaya pendant quelques années d'étendre l'application de l'article 419 du Code pénal aux valeurs des sociétés commerciales et industrielles, mais elle ne devait cependant pas persévérer dans cette voie. Selon le raisonnement sur lequel elle s'appuya à cette époque pour justifier cette application extensive de l'article 419 du Code pénal, le mot « marchandises », contenu dans ce texte, devait s'entendre non seulement des choses corporelles, fongibles, qui se comptent, se pèsent ou se mesurent, mais aussi des choses incorporelles « en tant

qu'elles sont l'objet du commerce à un prix habituellement déterminé par la concurrence libre du marché¹ ».

Mais ces variations ne concernaient que l'objet du délit. En même temps que la conception du *corpus delicti*, la notion des moyens délictueux devait aussi subir une profonde transformation, due surtout à l'évolution économique, accentuée par la Grande Guerre.

C'est la loi de 1916, modifiée et provisoirement prorogée par la loi de 1919 qui a introduit dans notre droit pénal la notion de spéculation illicite non frauduleuse ; mais cette loi laissait en dehors de son application les opérations s'effectuant sur le marché des valeurs mobilières.

Ensuite vint la loi de 1924 sur les atteintes au Crédit de l'Etat, qui réprime la baisse des devises nationales et la dépréciation des rentes publiques, même sans qu'il y ait emploi de manœuvres frauduleuses.

Enfin, la loi du 3 décembre 1926, tout en conservant l'idée de spéculation frauduleuse, vint prévoir également la spéculation non frauduleuse, et mentionner les effets privés parmi les objets susceptibles de constituer le corps du délit.

Si la loi de 1885 marquait, au point de vue du droit civil, la distinction entre la spéculation et le jeu de bourse, celle de 1926 entend séparer désormais, au point de vue du droit pénal, la spéculation de l'agiotage.

1885, 1926 : Ces deux dates indiquent deux tendances

1. Paris, 19 mars 1883, sous Cass. crim., 23 juin 1883, D. P. 83.1.426. En ce sens, Cass. crim., 9 août 1839, Jur. gén., v° Ind., 424-1°; Paris, 17 mai 1850, D. P. 1850.2.123; Paris, 27 décembre 1884, D. P. 1884.2.369.

En sens contraire, Paris, 1^{er} juin 1843, S. 1843.2.275; Cass. crim., 16 mai 1845, D. P. 1845.1.289, et la note; Cass. crim., 30 juillet 1885, D. P. 1887.1.354; Cass. crim., 28 mai 1887, D. P. 1887.1.355; Paris, 2 août 1888, D. P. 1888.2.131.

opposées dans les efforts faits en vue de dégager la notion de la spéculation licite. Et cependant, en dépit de cette lente évolution, il est très malaisé de découvrir le critérium de la spéculation licite.

La loi du 3 décembre 1926, en modifiant les articles 419 et 420 du Code pénal, et en instituant un nouvel article 421, a apporté plusieurs innovations dans la répression de l'altération artificielle des prix.

Au point de vue de l'altération artificielle des cours, et de la spéculation financière auquel nous nous placerons exclusivement, les dispositions nouvelles de l'article 419 du Code pénal sont d'une importance considérable.

Notre plan s'inspirera des réformes introduites par la loi du 3 décembre 1926, dans la répression de la spéculation financière illicite.

L'article 419 du Code pénal est un texte de portée générale : il ne fait pas de distinction entre les différentes formes de la spéculation. Il a même eu pour effet d'assimiler aussi complètement que possible la spéculation financière à la spéculation en général.

C'est pourquoi, parmi les innovations de la loi du 3 décembre 1926, on peut établir une grande distinction entre des dispositions qui s'appliquent à la spéculation sur marchandises et à la spéculation sur valeurs mobilières, et une disposition qui s'applique spécialement au marché financier.

Notre *première partie* sera donc consacrée à l'examen *des dispositions du nouvel article 419 du Code pénal, communes à la spéculation commerciale et à la spéculation financière.*

Nous avons vu plus haut que les effets privés n'étaient pas visés par l'ancien texte. Par suite, le délit de coalition,

prévu par l'ancien article 419 n'était pas applicable aux syndicats financiers. Or, en même temps que l'article 419 du Code pénal est étendu aux effets privés, le délit de coalition est supprimé. Cette innovation dans la détermination des *agents du délit* nous conduit à intituler le chapitre I : Les syndicats financiers, et la disparition de l'ancien délit de coalition.

Il faut remarquer ensuite que si les lois de 1916 et de 1919 avaient provisoirement instauré un régime de répression de la spéculation illicite non frauduleuse sur les marchandises et les denrées, elles n'avaient à aucun moment visé la spéculation sur les valeurs mobilières. Or, la loi de 1926 rétablit, en la faisant entrer dans l'article 419 la notion de la spéculation non frauduleuse qui, pour la première fois, va se trouver réprimée lorsqu'elle portera sur les valeurs mobilières. En raison de ce changement particulièrement important dans la conception des *moyens délictueux*, il convient d'étudier dans un chapitre II : Le moyen non frauduleux d'exécution du délit.

Il convient de noter dès maintenant, à propos des procédés délictueux que la loi de 1926 a ajouté un nouveau moyen frauduleux qualifié : « les offres jetées sur le marché dans le dessein de troubler les cours » qui, suivant les travaux préparatoires, aurait en vue une meilleure répression des coups de bourse¹.

La *deuxième partie* comportera l'examen de la *disposition spéciale* à la spéculation financière, qui fait rentrer les effets privés dans *l'objet du délit*. Désormais, le nouvel article 419 du Code pénal frappe, en effet, indistinctement,

¹ 1. Projet Colrat. Présentation 28 juin 1923 (2^e séance). Exposé des motifs *Doc. parl.* de novembre 1923, p. 1501.

l'altération artificielle du prix des marchandises ou denrées, et des effets publics et privés. C'est pourquoi, nous examinerons dans cette seconde partie, *la disposition du nouvel article 419 du Code pénal spéciale à la spéculation financière : Extension du délit aux effets privés.*

Le chapitre premier sera intitulé : Introduction sur le marché, et altération des cours, tandis que le chapitre II, dans lequel seront recherchées les conditions d'exercice normal de l'activité spéculative individuelle ou collective, en dehors du cas de l'introduction, sera consacré aux questions de : Spéculation, agiotage, et altération des cours. Un chapitre III portera sur : la publicité financière et l'article 419 du Code pénal en raison du rôle particulièrement important de la publicité sur le marché des valeurs mobilières.

Puis, comme l'article 419 du Code pénal n'est pas le seul texte répressif, applicable à la spéculation financière illicite, il y a lieu, dans une *troisième partie* d'étudier *les principales dispositions légales autres que l'article 419 du Code pénal applicables à la spéculation illicite sur le marché financier.*

En ce qui concerne les textes de droit commun, nous nous bornerons à considérer dans un chapitre I : L'article 405 du Code pénal et la spéculation illicite sur le marché financier. La spéculation sur les devises nationales constituera la matière du chapitre II, intitulé : La spéculation illicite réprimée par la loi du 12 février 1924.

Les différents éléments du délit de spéculation illicite seront considérés tels qu'ils paraissent se dégager d'une jurisprudence qui n'en est qu'au début de sa phase de formation. En ce qui concerne le marché financier surtout, l'interprétation de l'article 419 ne peut se faire qu'à l'aide

d'une jurisprudence fort réduite et d'autant plus précieuse.

Mais ces décisions toutes récentes rejoignent une autre jurisprudence, qui fut d'ailleurs sans lendemain, et qui s'élaborait au moment où l'on essaya d'appliquer l'ancien article 419 aux effets privés.

Au surplus, jusqu'à présent, la loi de 1926 n'a fait l'objet que de commentaires théoriques à l'aide des travaux préparatoires. Et bien qu'une nombreuse jurisprudence n'ait eu encore le temps de s'établir, il est tout de même possible de chercher à interpréter le nouvel article 419 à la lumière des premières décisions de principe rendues depuis la mise en application de ce texte.

PREMIÈRE PARTIE

**Les dispositions du nouvel article 419 du
Code Pénal communes à la spéculation
commerciale et à la spéculation financière.**

CHAPITRE I

LES SYNDICATS FINANCIERS ET LA DISPARITION DE L'ANCIEN DELIT DE COALITION

La loi du 3 décembre 1926 a opéré, en ce qui concerne les *auteurs* possibles du délit d'altération des cours, une innovation considérable : elle a, en effet, en assimilant l'action collective sur le marché à l'action individuelle, implicitement supprimé l'ancien délit de coalition. Il est vrai que, grâce à la jurisprudence antérieure, ce délit de coalition ne recevait plus qu'une application partielle, à l'aide d'une interprétation toute prétorienne.

Puisque l'union et la coalition ne tombent plus sous la qualification de moyen frauduleux, en vertu du nouvel article 419 du Code pénal, il importe peu que les agissements délictueux émanent d'un spéculateur isolé, ou qu'ils soient le fait des membres d'un syndicat financier, ou des dirigeants d'une société. Actuellement, on ne saurait considérer d'une manière différente l'activité collective et

l'activité individuelle lorsqu'elles se manifestent sur le marché boursier.

Il convient de noter aussi que l'article 419 du Code pénal nouveau vise à la fois l'altération directe et l'altération indirecte, par personnes interposées.

Quant à l'ancienne distinction jurisprudentielle entre les bonnes et les mauvaises unions, c'est précisément en en étendant l'application aux syndicats financiers que nous allons pouvoir éprouver sa solidité. Ce critérium qui n'est pas, comme beaucoup d'auteurs le prétendent, exclusivement fondé sur la discrimination du gain normal et du gain anormal, et qui a été élaboré par la jurisprudence, alors que l'article 419 du Code pénal ne réprimait pas l'altération du cours des effets privés, servira non pas à la distinction des bons et des mauvais syndicats, mais à la recherche de l'activité licite et illicite, collective ou individuelle aussi bien sur le marché financier que sur les autres marchés. En effet, depuis la disparition du délit de coalition, l'union des spéculateurs n'est plus un *moyen* délictueux, mais elle est cependant susceptible de devenir, au même titre que le spéculateur isolé un *agent* du délit.

Le délit de coalition, comme nous venons de le voir, ne pouvait jamais être relevé avant la loi de 1926, à l'égard des syndicats exerçant leur activité sur les effets privés. Maintenant que ce délit est implicitement supprimé, il serait pour le moins piquant de tenter de le rétablir indirectement en matière financière. C'est cependant vers ce but que tendent les efforts de ceux qui considèrent comme toujours illicite l'institution des syndicats financiers.

Aussi, en raison tant des critiques dont les syndicats financiers sont l'objet que de l'importance évidente de

l'action collective sur le marché boursier¹, est-il nécessaire avant d'aborder la question de la spéculation illicite, de préciser la situation de ces organismes collectifs.

Il y a tout d'abord une distinction élémentaire qui se dégage d'un examen même superficiel des questions boursières : c'est la distinction qui s'impose entre l'individu introducteur de titres et l'opérateur individuel spéculant sur une valeur déjà cotée. Et de même, parmi les syndicats financiers, il faut envisager séparément ceux qui jouent le rôle d'introducteur collectif et ceux qui ne sont que des groupements de spéculateurs.

Les premiers qui sont connus sous le nom de syndicats de placement, et sont quelquefois aussi appelés syndicats d'émission, ont pour but de procéder à l'écoulement des titres d'une société, voir même d'une émission de fonds publics, en les *introduisant* sur le marché financier, et en poursuivant leur classement dans le portefeuille des capitalistes et des épargants.

Quant à la seconde catégorie, elle comprend les syndicats de bourse. Sous ce nom on désigne d'abord les syndicats de soutien des cours, de défense ou de résistance qui peuvent être d'anciens syndicats de placement. Ces syndicats ont pour objet ou bien de faire atteindre à une valeur le cours auquel elle leur paraît avoir droit, ou bien de la maintenir à ce cours en dépit de manœuvres ou de tendances contraires, ou bien de la faire remonter à ce cours. Les syndicats de bourse peuvent être plus simplement des syndicats d'achats et de ventes, lesquels ont uniquement pour but, comme leur nom l'indique, de pratiquer des opérations

1. Depuis la mise en application de la loi de 1926, c'est surtout sur des cas d'altération collective que la jurisprudence a eu à statuer.

massives d'achats et de ventes, dans un but exclusif de spéculation.

On pourrait au moins théoriquement établir entre ces deux catégories de syndicats une opposition assez semblable à celle qu'on remarque entre les établissements de crédit et les banques d'affaires : d'une part, le placement, d'autre part, la gestion.

Mais ce rapprochement des syndicats de placement et des établissements de crédit ne serait réel que pour les syndicats de placement sans garantie, car ces derniers sont les seuls dont le bénéfice se réduise à une simple commission. Au reste, les syndicats introducteurs se transforment souvent en syndicats de soutien ; il n'y a donc pas entre les différentes sortes de syndicats des différences fondamentales. Toutefois, ce n'est pas uniquement pour la commodité de l'exposition que cette classification des syndicats sera conservée dans la suite de cette étude. Il ne faut pas perdre de vue, en effet, que le syndicat de placement et le syndicat de bourse, envisagés dans leurs formes pures, exercent leur activité réciproque dans des domaines bien distincts : l'un sur un titre à introduire, l'autre sur le marché de titres déjà cotés.

Il convient également de faire une observation relative au bénéfice des syndicats. Si le syndicat qui est généralement une association en participation a toujours pour but en définitive de partager un profit entre ses membres, ce profit proviendra quand il s'agira d'un syndicat de placement, de la différence entre le *prix* d'achat hors cote et le *cours* d'introduction, et lorsqu'il s'agira d'un syndicat de bourse des différences produites par les variations des *cours*. Si l'on considère la spéculation, au sens technique du mot, c'est-à-dire, si on la réduit à l'achat en bourse

d'une valeur en vue de la revente avec prime, on se rend compte que les syndicats de bourse méritent seuls d'être gratifiés du nom de syndicats spéculatifs.

Mais, comme en pratique, tous les titres détenus par les syndicats de placement ne sont pas écoulés dès le premier jour et au premier cours, les syndicats de placement se transforment plus ou moins insensiblement en syndicats de soutien, lesquels constituent une forme de syndicat de bourse.

Il convient d'ajouter que la licéité des syndicats financiers n'a pas cessé d'être reconnue par les tribunaux, en dépit de la législation nouvelle sur l'altération des cours.

En effet, depuis la promulgation de la loi de 1926, il est intervenu un arrêt de la Cour de Paris, le 6 janvier 1928¹, qui a déclaré expressément que la validité des syndicats de placement ou de garantie, en matière d'émission de valeurs mobilières, n'est plus aujourd'hui contestée.

Et si les opérations de ces syndicats ne sont entachées ni de dol ni de fraude, le profit qu'ils recherchent est, selon cet arrêt, parfaitement légitime.

En ce qui concerne les syndicats de bourse, on ne saurait mieux faire, pour en découvrir la légitimité, que se référer au vieil axiome selon lequel la liberté et par suite la libre concurrence commerciale trouvent leurs limitations en elles-mêmes. Les abus de la libre concurrence justifient donc les organismes de défense ou de résistance. D'ailleurs n'a-t-on pas déjà vu fonctionner des syndicats de spéculation ayant pour objet de soutenir le cours des effets publics²?

1. D. F. 1928-252. Cf. précédemment, Cass. civ., 11 décembre 1888, D. P. 1888.1.239; Paris, 23 avril 1887, D. P. 1888.2.105.

2. A la fin du XIX^e siècle, des syndicats de cette sorte ont été fondés à l'instigation du gouvernement italien. Cf. Boven, *Le prix normal*, p. 113.

Les syndicats de bourse ou d'achats et de ventes qui ont pour objet de prendre une position en commun à la Bourse, pratiquent l'achat en vue de la revente avec bénéfice, opération qui n'aurait *a priori* être considérée comme illicite. En effet, depuis la loi de 1885 sur la légalité des marchés à terme, les opérations de bourse, dont l'achat en vue de la revente est le prototype, ont un caractère légal. En outre, puisque depuis la loi du 3 décembre 1926, la coalition n'est plus délictueuse en soi, il n'y a aucune raison juridique pour dénier à un groupement de spéculateurs le droit de se livrer à toutes les opérations au comptant ou à terme qui sont librement permises au spéculateur individuel.

L'évolution de la jurisprudence et de la législation en ce qui concerne le délit de coalition et la légalité des syndicats financiers s'explique d'ailleurs par les avantages incontestables que la concentration présente en matière financière comme dans tous les autres domaines de la vie économique. Qu'il s'agisse de placement, de défense, ou de spéculation proprement dite, la combinaison syndicale se révèle toujours plus efficace que l'initiative individuelle.

A l'issue de ces considérations préliminaires sur la situation des syndicats financiers au regard de la loi de 1926, on peut dire qu'en face du nouveau texte, le syndicat se présente dans des conditions tout aussi licites que l'individu. Ce n'est plus par son existence, mais uniquement par ses agissements qu'il peut devenir délictueux.

C'est pourquoi l'action syndicale doit être examinée en même temps que l'action individuelle, soit qu'elles s'exercent au moment de l'introduction d'une valeur, soit qu'elles se manifestent dans un but de pure spéculation.

CHAPITRE II

LE MOYEN NON FRAUDULEUX D'EXECUTION DU DELIT

Un nouveau *moyen délictueux* a été introduit dans l'article 419 du Code pénal par la loi de 1926 qui prévoit l'altération artificielle et non frauduleuse des cours.

Afin de distinguer les procédés délictueux d'altération des cours, M. Hugueney oppose la fraude et la contrainte, et se sert, pour désigner les moyens relevant de la contrainte, de l'expression d'abus de la puissance économique¹.

Si les autres commentateurs de la loi de 1926 ont généralement souligné cette distinction légale entre les procédés d'incrimination, les tribunaux ont été plus loin encore : ils ont même parlé de deux délits². Il ne faut voir là sans doute qu'une impropriété dans la terminologie, car les deux procédés délictueux prévus maintenant par l'article 419 du Code pénal, loin de constituer deux délits distincts, peuvent au contraire le plus souvent se combiner. C'est cette constatation qui a fait dire à quelques auteurs que l'article 419-2° prévoit un moyen général d'exécution du délit englobant tous les autres, qu'ils soient frauduleux ou non.

1. Hugueney, *op. cit.*

2. Cass. crim., 17 décembre 1931, *D. H.*, 1932, p. 222.

§ 1. *L'altération lucrative et l'altération non lucrative des cours.*

« L'action sur le marché en vue d'un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande » constitue-t-elle un moyen général d'exécution du délit ?

La présence du mot « gain » dans l'article 419-2° écarte la possibilité d'une altération non frauduleuse des cours sans recherche d'un gain. L'altération non frauduleuse des cours ne sera donc répréhensible que lorsqu'elle sera effectuée dans un but de spéculation, lorsqu'elle constituera simultanément une altération lucrative des cours.

Mais la loi n'a pas dit que les moyens frauduleux, pour être punissables, devaient être employés « en vue d'un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande ». Aussi, quand on aura établi à la fois l'existence de la fraude et celle de l'altération artificielle des cours, il n'y aura pas lieu de se demander si cette fraude a été employée en vue d'un gain ou dans un autre but. Il pourra donc y avoir également une altération non lucrative des cours.

Ainsi, en face de la grande distinction entre l'altération frauduleuse et l'altération non frauduleuse des cours, un examen quelque peu approfondi du texte permet d'en dégager une autre distinction, d'importance il est vrai beaucoup plus restreinte, mais dont la présence dans l'article 419 du Code pénal n'est pas moins certaine.

Cette distinction, à première vue, peut paraître subtile. Mais, les termes mêmes de la loi interdisent de dire que chaque fois qu'il y a usage de la fraude, ces moyens frauduleux s'accompagnent nécessairement de la recherche d'un gain « qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande ».

Reste à se demander quels sont les cas d'altération frauduleuse, sans recherche d'une fin lucrative. On ne voit pas facilement à quoi pourrait tendre l'emploi de tels procédés, sinon à se procurer un profit quelconque au moins indirect. N'est-il pas normal d'envisager d'abord le point de vue lucratif lorsqu'il s'agit d'un domaine aussi intégré à la vie économique que l'est le marché financier?

Mais, s'il faut écarter de tels agissements l'intérêt purement lucratif, quels seront donc les mobiles du délinquant?

L'emploi d'un moyen frauduleux dans un but non mercantile sera le fait non pas d'un spéculateur, d'un agioteur, mais d'un individu qui, en tentant d'altérer les cours, ne poursuivrait pas une fin économique et agirait, par exemple, dans un but de malveillance.

Il faut supposer que, dans ces cas de fraude, l'intention de nuire serait de nature spirituelle ou politique. Dans la partie de cette étude consacrée à la publicité financière, nous aurons l'occasion de citer la manœuvre politique et financière, qui consisterait à provoquer une panique boursière sur le cours de la rente afin de déterminer indirectement la chute du gouvernement¹.

Mais aujourd'hui, dans une espèce comme celle-là, c'est sans doute à la loi de 1924 que l'on aurait recours, de préférence à la loi de 1926, car une telle manœuvre serait peut-être de nature à constituer une atteinte au crédit de l'Etat.

Les véritables cas où la fraude opérée dans un but non lucratif tomberait sous le coup de l'article 419-1^o seraient donc ceux où la fraude porterait sur les cours de valeurs de sociétés privées. Il faut bien reconnaître qu'on se trouve

1. Garçon, Code pénal annoté, art. 419, n° 75.

ici en présence d'une hypothèse plus théorique que pratique.

La distinction de la spéculation et de l'altération non lucrative des cours sera d'ailleurs très difficile, puisqu'elle ne reposera que sur une discrimination de mobiles. Cette distinction suppose en effet la question suivante : le délinquant ayant à la fois l'intention de se servir d'un moyen délictueux et l'intention d'altérer les cours, a-t-il agi dans un but de spéculation ou dans un autre but ?

Il suffit au surplus d'examiner quelques cas d'espèce pour constater que, pratiquement, il y a presque toujours cumul entre les deux groupes de procédés délictueux, et que le premier se resorbe ordinairement dans le deuxième plus général.

Mais, si depuis la mise en application de la loi de 1926, on ne relève aucune manœuvre frauduleuse qui ne constitue ou ne puisse constituer simultanément la recherche anormale d'un gain sur le marché boursier, on ne peut en conclure que des cas de fraude non mercantile ne se présenteront pas par la suite.

S'il en était autrement, si l'article 419-2° englobait l'article 419-1°, il faudrait admettre que l'article 419 du Code pénal a été à dessein rédigé de façon explétive et compliquée. A ce point de vue, un rapprochement avec la loi du 12 février 1924 ne peut manquer d'être fécond. Cette loi, quoique rédigée à l'aide de formules à peu près semblables à celles de l'article 419, offre cependant un texte beaucoup plus simple et plus facile à interpréter. Elle fait, elle aussi, une distinction entre les motifs qui ont déterminé le délinquant ; elle recherche selon les cas s'il a agi ou non dans un but de spéculation ou de dépréciation. Mais cette distinction n'a rien de commun avec la discrimination qui est également faite par ce texte entre les moyens

délictueux. En effet, si dans la loi de 1924, l'infraction non frauduleuse n'englobe pas l'infraction frauduleuse, c'est simplement pour réprimer cette dernière avec plus de sévérité.

Bien plus, l'article 3 de cette loi indique clairement qu'il ne peut y avoir agissement frauduleux sans que cet agissement rentre en même temps dans le moyen plus général de l'agissement « même non frauduleux ».

Au contraire, il ressort de la rédaction plus touffue de la loi de 1926 que cette loi permet de punir l'altération artificielle des cours, même en l'absence de tout acte de spéculation.

Dès qu'on admet que la manœuvre frauduleuse peut être indépendante d'une fin mercantile ou spéculative, il est nécessaire de conserver la double distinction de l'altération frauduleuse et non frauduleuse, et de l'altération lucrative et non lucrative des cours.

A la vérité, l'altération non lucrative des cours présente un intérêt pratique moins grand que le cas de spéculation illicite sans altération nécessaire des cours, constitué par la spéculation sur les devises nationales¹.

C'est pourquoi nous avons conservé dans le titre de cette étude la formule *spéculation illicite* de préférence à l'expression plus nouvelle d'*altération des cours*.

§ 2. Les théories de la spéculation non frauduleuse.

Cette spéculation non frauduleuse est définie par la loi de 1926 dans les termes qui suivent : « Une action sur le marché en vue d'un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande. »

1. Cf., *infra*, p.

Il convient d'observer dès maintenant que vouloir ajouter ou retrancher un membre de phrase à ce texte serait non plus l'interpréter, mais le défigurer.

On peut ramener à deux opinions divergentes les interprétations auquel cependant l'article 419-2° a donné lieu.

La première de ces théories¹ que nous appellerons la *théorie du procédé comme critérium exclusif*, ne s'attache en aucune façon à la partie de la définition légale qui vise le gain. Elle refuse, avec raison, de tenir compte du résultat ; mais, elle considère seulement le moyen employé pour atteindre ce résultat. Le critérium, selon cette première opinion, c'est le moyen employé pour réaliser l'altération délictueuse des cours. L'action sur le marché n'est plus alors qu'un moyen général d'exécution du délit, englobant tous les autres procédés, frauduleux ou non.

On peut objecter à cette opinion qu'en l'absence de fraude, un moyen d'agir sur le marché est licite en soi. C'est le fait de l'employer en vue d'un certain but qui le rend délictueux. Bien plus, cette théorie enlève tout intérêt à la distinction de l'altération frauduleuse et non frauduleuse et à la distinction de l'altération lucrative et non lucrative des cours. Si cette opinion en effet était entièrement exacte, si le législateur avait voulu réprimer l'altération dans un but politique, ou altération non mercantile de la même façon que l'altération dans un but économique, ou altération spéculative, on ne s'expliquerait pas qu'il ait usé d'une formule aussi ambiguë que celle qui sert à définir l'altération non frauduleuse des cours. Au lieu d'employer une périphrase aussi savante, il lui

1. Cf., notamment J. Tchernoff, *Traité de droit pénal financier*, t. I, L. V, § 1.

aurait suffi de prévoir, comme il l'avait déjà fait en 1916 et en 1924, que l'altération artificielle des prix serait illicite « même sans emploi de moyens frauduleux ».

La seconde interprétation de cette partie de l'article 419 du Code pénal que l'on peut qualifier de *théorie du gain comme critérium exclusif*, néglige entièrement le début et la fin de la définition légale pour s'attacher uniquement au mot « gain ».

Elle découvre dans l'ancienne jurisprudence qui distinguait les bonnes et les mauvaises unions, l'origine du critérium proposé par elle et qu'elle prétend tirer de la loi du 3 décembre 1926, critérium qui serait un bénéfice juste et raisonnable.

Cette théorie considère le deuxième mode d'exécution du délit comme étant la recherche d'un bénéfice exagéré, La seule question que les tribunaux auraient à se poser en l'absence de fraude, serait donc la suivante : « L'inculpé a-t-il altéré les prix pour se procurer un bénéfice exagéré¹ ? »

Cette opinion a été critiquée par M. Tchernoff qui lui a reproché de ne pas tenir compte des cas d'altération des cours dans un but non spéculatif. « D'après le critérium du gain anormal, dit-il notamment², la hausse ou la baisse artificielle provoquée par une propagande sociale ou religieuse, ne serait pas punissable, même si elle visait consciemment les troubles sociaux qu'elle entraîne. » Or, il n'est pas impossible de réfuter une telle objection. Il résulte, en effet, des termes mêmes de la loi du 3 décembre 1926 que ce texte ne réprime l'altération des cours opérée dans un but non lucratif que lorsque cette altération non

1. Mazeaud, « La répression du bénéfice exagéré dans la loi de 1926 », *Revue critique de législation et de jurisprudence*, 1927, 415 et s.

2. Tchernoff, *Les syndicats financiers*, Paris, 1930, n° 179.

spéculative s'accompagne de manœuvres frauduleuses.

Mais il est possible de faire à la théorie du gain, critérium exclusif, une critique plus sérieuse. Constatons tout d'abord qu'on ne peut arbitrairement séparer, comme le fait le principal défenseur de cette théorie, M. Mazeaud, les différentes parties de la définition légale de l'altération non frauduleuse, pour les étudier séparément, et rejeter les mots « action sur le marché » comme inutiles. Dans la pensée des rédacteurs de la loi, la phrase qui sert à qualifier la spéculation non frauduleuse constituait évidemment une formule homogène. Il n'y a donc aucune raison pour adopter avant tout examen, un texte tronqué comme base d'interprétation. Sinon, on se serait efforcé au cours des travaux parlementaires, après tant de discussions, d'amendements et de propositions à construire une formule aussi subtile pour aboutir en fin de compte à une tautologie !

Néanmoins, l'objection décisive contre le critérium du bénéfice anormal lui a été adressée par M. Tchernoff, lequel a fait très judicieusement observé que si cette notion du bénéfice anormal a été introduite par la jurisprudence au moment où la coalition constituait encore un moyen frauduleux qualifié, elle n'avait pas, même à cette époque, le caractère de généralité que lui attribue la théorie du bénéfice exagéré.

§ 3. *La jurisprudence nouvelle et le critérium de la spéculation non frauduleuse.*

Devant ces opinions opposées, la solution à adopter devra être évidemment celle qui sera le plus en accord avec les termes de la disposition légale. A ce point de vue, la jurisprudence récente permet, sinon de concilier les deux inter-

prétations divergentes, du moins de jeter quelque lumière sur la meilleure façon d'interpréter l'article 419-2°.

La Cour de Grenoble, dans un arrêt du 25 juin 1931¹ a tiré des travaux préparatoires de la loi de 1926, pour la sanctionner, cette définition de l'action sur le marché : « tout acte quelconque susceptible d'influer sur le prix », c'est-à-dire ayant pour effet de donner aux cours un caractère artificiel. La présence du mot « artificiel » suffit à indiquer l'idée, sinon d'une machination du moins, d'une manœuvre, d'une pression sur le marché.

Mais alors, pour que le délit au sens de l'article 419-2° soit nettement caractérisé, sera-t-il suffisant et nécessaire que le bénéfice recherché ou acquis soit démesuré ?

Il est utile de rappeler d'abord qu'il peut y avoir altération des cours sans recherche d'un gain, et bénéfice démesuré sans altération des cours.

Il convient ensuite de remarquer que la spéculation se distingue du commerce en ce que le profit du spéculateur et le risque auquel il est exposé sont hors de proportion avec le profit et le risque du commerçant. Pour le véritable spéculateur, les chances de gain et de perte sont en principe illimitées. Si la vraie spéculation qui se confond avec la prévision n'a rien de commun avec le jeu, elle ne s'identifie pas non plus avec l'activité commerciale : elle participe à la fois de la nature du pari et de celle du négoce. Elle se caractérise donc par un élément aléatoire et un élément mercantile.

Il est facile de constater en effet que le spéculateur et le commerçant n'ont pas la même fonction sociale. Si le rôle régulateur de la spéculation complète le rôle de pourvoyance

¹ L. D. P. 1931.2.97.

assumée par le commerce, ces deux fonctions ne se confondent pas entre elles. Il est donc difficile d'admettre que le gain du spéculateur puisse être limité avec la même rigueur que le bénéfice du commerçant. Le commerce a déjà supporté à maintes reprises, encore qu'assez difficilement il est vrai, un régime de taxation. Mais ces essais de taxation avaient précisément pour but d'enrayer les spéculations. La spéculation est rebelle à toute réglementation, le gain qu'elle poursuit étant par nature indéfini.

Dès qu'apparaît la taxation, la spéculation disparaît, car ces deux institutions sont juridiquement incompatibles. La taxation limite le profit du commerçant, mais elle supprime le gain du spéculateur. Or, la notion du bénéfice exagéré suppose l'existence d'une norme légale, d'une sorte de taxation implicite. La fixation d'une valeur légale aurait immédiatement pour effet de faire cesser les opérations spéculatives sur l'objet corporel ou incorporel qui supporterait cette taxation, car les manœuvres qui pourraient avoir lieu à partir de ce moment ne sauraient constituer des actes de spéculation illicite au sens de l'article 419. On a quelquefois prétendu le contraire, et on a même été jusqu'à affirmer que la vente au-dessus du prix fixé par une taxation est le seul cas dans lequel le juge puisse très facilement atteindre la spéculation illicite non frauduleuse¹. Mais il apparaît très nettement au contraire que cette hypothèse n'est pas un cas de spéculation ; il s'agit tout simplement, et cette solution résulte de la jurisprudence de la Cour de cassation de la violation d'un texte légal ou réglementaire déterminant le prix maximum².

1. Henri Sizaret, thèse sur la spéculation illicite non frauduleuse, Rennes, 1920.

2. Cass. crim., 15 juin 1915, D. P. 1919.1.82.

On voit donc combien la notion du bénéfice exagéré se justifie peu en ce qui concerne les opérations spéculatives.

Les auteurs qui, comme M. Mazeaud, font du bénéfice exagéré, l'épreuve cruciale de l'infraction, déclarent qu'ils veulent réprimer un résultat, et non le moyen employé pour atteindre ce résultat.

Or, même dans le cas théorique d'altération frauduleuse et non lucrative des cours, nous avons vu que l'altération des cours n'était pas un moyen, mais un résultat, et que le moyen, c'était la fraude.

Comment pourrait-on admettre que l'article 419-1^o réprime un moyen : la fraude, et l'article 419-2^o un résultat : le gain exagéré, alors que le résultat visé par l'article 419 dans toutes ses dispositions est uniquement l'altération artificielle des prix ?

Mais, en supposant, comme l'affirme M. Mazeaud, que le critérium du délit de l'article 419-2^o soit dans la recherche du gain, et non dans sa perception, il y aurait alors lieu de se demander si le bénéfice exagéré devrait être évalué subjectivement ou objectivement. Si l'on adopte le critérium du gain exagéré, de quelle façon va-t-on apprécier le bénéfice excessif dans les cas où il y aura seulement tentative d'altération des cours ? Le nouvel article 419 du Code pénal assimile, en effet, la tentative à l'acte consommé. Et, par suite, « il importerait peu, décide un jugement du Tribunal de la Seine, du 27 avril 1932¹, que le bénéfice anormal ait été réalisé », pour que l'infraction fut caractérisée.

Or, parmi les conditions nécessaires pour que la tentative soit punissable, le droit pénal exige la possibilité du résultat.

1. *Revue de droit bancaire*, 1932, p. 255.

Mais si dans l'hypothèse de la tentative d'altération, on peut assez facilement établir l'intention délictueuse, il est beaucoup plus malaisé d'évaluer un bénéfice qui n'a pas été réalisé. Et vouloir prouver par surcroît que ce gain était exagéré, n'est-ce pas une entreprise presque impossible? C'est, en tous les cas, un critérium singulièrement dangereux que celui du bénéfice excessif, surtout si l'on considère qu'il aurait pour objet d'étayer à lui seul une condamnation pénale!

Par quel moyen pourra-t-on savoir si le bénéfice était exagéré dans la pensée de l'inculpé?

Va-t-on s'attacher à l'élément subjectif? On retombe alors dans la recherche pure et simple de l'intention délictueuse.

Adoptera-t-on au contraire le critérium objectif? Et, en ce cas, comment appréciera-t-on un gain qui n'a pas été réalisé?

Si l'on décidait d'appliquer ce critérium objectif, un bénéfice minime pourrait toujours exposer le spéculateur à des poursuites pénales puisqu'on pourrait toujours supposer que son intention était d'obtenir un bénéfice démesuré.

Par contre, le critérium objectif aurait pour conséquence de faire toujours considérer comme licite un profit minime, mais réalisé, pourvu qu'il fut obtenu sans fraude.

Or, si l'on examine maintenant la jurisprudence récente, il est intéressant de constater que dans les rares cas où elle a découvert nettement une altération non frauduleuse des cours, à l'exclusion de toute manœuvre frauduleuse, ce n'est pas le bénéfice « exagéré » qu'elle a adopté comme unique critérium. A cet égard le jugement du Tribunal de la Seine du 27 avril 1932¹ est particulièrement typique.

1. *Op. cit.*

Après avoir affirmé que « l'action sur le marché des valeurs doit s'entendre de toute opération intentionnellement accomplie ou tentée par un individu ou par une collectivité, en vue de modifier artificiellement les cours », le jugement poursuit en ces termes : « Cette intervention est délictueuse dès que le bénéfice qu'elle procure est anormal et apparaît comme la conséquence directe de l'action sur les prix ».

Et de ces définitions préalables, le tribunal tire cette déduction, à première vue inattendue : « *Le bénéfice réalisé, si modeste soit-il*, apparaît comme illicite et caractérise le délit. »

Est-il besoin de souligner toute l'importance de cet attendu ? Ce jugement a explicitement déclaré que le gain anormal n'est pas nécessairement un gain excessif. Le gain anormal, c'est tout simplement le gain obtenu dans des conditions de caractère anormal, par des moyens d'exécution anormaux.

Ainsi, grâce à l'interprétation jurisprudentielle, les termes employés par le législateur s'éclairent, et « l'action sur le marché en vue d'un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande » devient une action de caractère anormal. Ainsi s'explique aussi la contradiction apparente du jugement du 27 avril 1932 qui, après avoir déclaré que le critérium de l'article 419-2° peut se trouver dans la notion du gain, ne tient pas compte en l'espèce, du bénéfice réalisé, et s'attache à d'autres éléments.

Tant que l'on admettait que le bénéfice anormal était un bénéfice exagéré, ce critérium excluait tous les autres. Mais, dès lors que le gain anormal n'est pas forcément un profit exagéré, le bénéfice ne peut plus constituer à lui

seul le critérium de l'altération non frauduleuse des cours.

Il y aura bénéfice anormal toutes les fois que la loi de l'offre et de la demande n'aura pas fonctionné normalement, car la loi de 1926 déclare que le gain anormal est celui qui ne résulte pas du jeu naturel de l'offre et de la demande. Si donc la loi de l'offre et de la demande a été faussée, c'est qu'il y a eu emploi de moyens anormaux afin d'agir sur le marché. C'est la recherche du gain qui est anormale, et non le gain en lui-même. Cette interprétation de l'article 419-2° a l'avantage de permettre la répression de la spéculation illicite non frauduleuse toutes les fois que le gain résulte de l'emploi de moyens anormaux, et non pas seulement quand il est exagéré.

On objectera sans doute que c'est s'enfermer dans un cercle vicieux que de vouloir définir le gain anormal par l'action sur le marché. Mais le cercle vicieux est-il moins certain quand on veut expliquer l'action sur le marché par la notion du bénéfice exagéré? Au reste, puisque la notion du profit anormal n'est pas plus aisée à définir que celle de l'action sur le marché, on ne voit pas pourquoi l'une de ces deux notions pourrait être choisie pour servir de critérium à l'autre.

Au surplus, comme nous l'avons dit avant d'entreprendre cette discussion, les termes dont se sert la loi forme une phrase indivisible, et c'est en son entier qu'il s'agit en définitive de l'expliquer. A quoi bon alors accorder tant d'importance à la notion inextricable du bénéfice exagéré? Depuis le moyen âge, l'idée du juste prix a fait l'objet d'innombrables et stériles discussions scolastiques. Mais lorsqu'il s'agit de transposer la notion du juste prix dans le domaine des réalités, de l'appliquer dans le droit

positif, on s'aperçoit qu'elle manque de rigueur scientifique, et qu'elle est ordinairement impraticable.

Ce n'est pas dire d'ailleurs que la notion du gain anormal doit être complètement rejetée. Le bénéfice peut être un utile élément d'appréciation, mais il ne peut jamais être le seul ; aussi bien, les tribunaux ont-ils la libre appréciation des faits dans chaque cas d'espèce.

Quelle est alors l'utilité du mot « gain », inséré dans la loi de 1926 ? Ce mot indique d'abord que l'altération non frauduleuse des cours n'est punissable que lorsqu'elle s'exerce dans un but lucratif.

La présence de ce mot implique ensuite la nécessité d'un *dolus specialis* dans la consommation du délit de l'article 419-2°. L'article 419-1° exige un *dolus generalis* qui est l'emploi de la fraude, et un *dolus specialis* qui est l'intention d'altérer les cours, mais ne tient pas compte du motif de l'acte.

Par contre, si dans l'altération non frauduleuse des cours prévue par l'article 419-2°, le *dolus generalis* est toujours l'intention d'altérer les cours, le *dolus specialis* devient la poursuite d'une fin lucrative à l'aide d'un moyen anormal quelconque. Le moyen n'est généralement pas anormal en lui-même, il le devient en raison du caractère anormal de l'objet sur lequel porte la spéculation.

Le bénéfice anormal nous apparaît donc, non pas comme le critérium, mais comme un élément du *dolus specialis* de l'altération non frauduleuse des cours.

Avec M. Tchernoff, nous admettons que l'article 419-2° vise non pas un résultat, mais un moyen anormal¹. A son encontre, nous pensons que l'article 419-2° ne saurait

1. M. Huguency est également en ce sens : « ce n'est pas le résultat mais le procédé qui colore le délit ». *Lois nouvelles*, 1927, 1.65.

s'appliquer à toute altération non frauduleuse des cours, mais seulement à l'altération exercée dans un but de spéculation.

En résumé, « l'action sur le marché en vue d'un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande » doit s'entendre de la recherche anormale et intentionnelle d'un gain sur le marché.

§ 4. *L'infraction de l'article 419-2° constitue-t-elle une infraction matérielle?*

Les tribunaux n'ont pas encore eu à se prononcer sur la question de savoir et l'altération non frauduleuse des cours visée par l'article 419-2° est punissable « même quand elle est commise de bonne foi ».

« Ces actes (d'altération des prix), déclare M. Mazeaud¹, *même accomplis sans mauvaise foi*, et dépouillés de tous caractères frauduleux, n'en sont pas moins des éléments constitutifs du délit de l'article 419-2°.»

Mais, la mauvaise foi pourrait-elle être séparée de l'intention d'altérer *artificiellement* les cours? L'altération artificielle des cours constitue-t-elle un délit sans faute, un délit d'imprudence, ou un délit contraventionnel? L'interprétation du texte, par analogie avec les autres dispositions légales qui répriment ou ont réprimé la spéculation non frauduleuse, ne permet pas de penser que cette infraction soit punissable lorsqu'elle est commise de bonne foi.

On sait que la loi du 12 février 1924 a fait, comme devait le faire plus tard la loi du 3 décembre 1926, une distinction entre l'infraction frauduleuse et l'infraction non

1. Note sous l'arrêt de la Cour de Grenoble, D. P. 1932.2.97.

frauduleuse. Or, la Cour de cassation¹ a décidé, et une jurisprudence abondante s'est désormais fixée en ce sens, que le délit prévu par la loi de 1924, ayant pour but de réprimer les atteintes au crédit de l'Etat, ne peut consister en un simple fait matériel, et ne saurait être caractérisé *lorsque son auteur a agi de bonne foi*. La mauvaise foi est donc constitutive de l'infraction, même quand cette infraction ne comporte pas de manœuvres frauduleuses.

Il est donc permis de penser que la Cour de cassation, qui a vu dans la dépréciation non frauduleuse un délit formel, refusera de considérer l'altération non frauduleuse des cours comme un délit matériel lorsqu'elle aura l'occasion de se prononcer sur la question.

Pour qu'il y ait infraction non frauduleuse, la mauvaise foi est nécessaire, car la solution ne peut être différente dans le cas d'altération artificielle des cours et dans le cas d'atteinte au crédit de l'Etat.

1. Cass. crim., 11 décembre 1925; *Droit financier*, 1926, p. 48; Cass. crim., 24 juin 1926, *Gaz. Pal.*, 1926, 2.411.

DEUXIÈME PARTIE

La disposition du nouvel article 419 du Code pénal spéciale à la spéculation financière : extension du délit aux effets privés.

La loi de 1926 a introduit dans l'article 419 du Code pénal une innovation spéciale à la spéculation financière et à l'*objet du délit*. Elle a en effet décidé que le délit d'altération des cours est désormais susceptible d'être commis, même lorsque la spéculation s'exerce sur des effets privés.

L'altération artificielle des prix est maintenant punissable lorsqu'elle porte sur des marchandises ou denrées ou sur des effets publics ou privés. Il faut entendre par « effets privés » toutes les valeurs de sociétés industrielles ou commerciales telles que les actions, obligations, bons, parts bénéficiaires, et tous autres titres de sociétés négociables en bourse. La spéculation sur les lettres de change serait sans doute, elle aussi, susceptible de devenir délictueuse au sens de l'article 419 nouveau.

Quant à l'altération du cours des monnaies, elle a aussi sa place dans une étude sur la spéculation financière en général. Mais, la dépréciation de la monnaie et des billets de banque est réprimée non par la loi de 1926, mais par celle de 1924 sur les atteintes aux crédits de

l'Etat. Les billets de banque ne sont pas des effets, au sens où ce terme est employé par l'article 419 ; la Cour de cassation¹ a en effet estimé que la valeur des billets de Banque étant fixée par la loi, elle se trouve en dehors de la concurrence naturelle et libre du commerce. Et, par suite, celui qui ne consent à recevoir ces billets en paiement qu'avec une somme complémentaire n'opère pas une baisse de ces billets au sens de l'article 419 du Code pénal. Les billets de banque ne sont pas susceptibles de subir une baisse en soi, et par suite l'article 419 ne saurait leur être applicable. Mais, ils peuvent subir une dépréciation par rapport aux autres monnaies, et alors c'est la loi de 1924 sur les atteintes au crédit de l'Etat qui, dans ce cas, peut trouver son application.

L'altération des cours des effets publics ou privés qui, en matière financière, constitue le corps du délit de la loi de 1926, doit nécessairement être artificielle.

L'article 419 est donc inapplicable dans le cas où l'altération doit être attribuée aux conditions économiques qui commandent le marché. Ces circonstances économiques peuvent résulter de facteurs d'ordre politique ou social, d'ordre économique et financier en général ou de facteurs particuliers à la situation de la société intéressée.

Mais la distinction entre la hausse ou la baisse artificielle d'une part, et la hausse ou la baisse résultant de causes indépendantes de la volonté humaine, d'autre part, n'est pas facile à établir. C'est ainsi que le fait par les administrateurs d'une société de s'être inquiétés d'une hausse factice pourrait, par exemple, faire écarter leur responsabilité

1. Cass. crim., 15 juin 1915, D. P., 1919.1.82.

et prouver que cette altération des cours ne leur est pas imputable¹.

Pour qu'il soit possible de caractériser l'agiotage répréhensible, il faut que l'altération résulte nettement d'une action intentionnelle.

En conséquence, une hausse ou une baisse même artificielle, réalisée sans intention d'altérer les cours ne saurait être punissable. Les cas sont fréquents où l'altération des cours n'est pas imputable à un acte intentionnel des hommes, et où cependant elle est incontestablement artificielle.

Ajoutons que le nouvel article 419 du Code pénal assimile la tentative au délit consommé, mais les tribunaux n'ont pas encore eu à se prononcer sur des cas isolés de tentative d'altération des cours.

Dans cette deuxième partie, nous examinerons au point de vue du délit d'altération artificielle des cours, d'abord, les opérations concernant l'introduction d'un titre sur le marché, puis, les opérations de spéculation sur les valeurs faisant l'objet de négociations et de cotations sur le marché, et enfin la question de la publicité financière.

1. Trib. correctionnel de Grenoble, 17 février 1931, *op. cit.* ; *contra*, en l'espèce : Cour de Grenoble, 25 juin 1931, *op. cit.*

CHAPITRE PREMIER

INTRODUCTION SUR LE MARCHÉ ET ALTERATION DES COURS

§ 1. *Définition et objet de l'introduction sur le marché.*

Tous les titres, qu'il s'agisse d'effets publics ou d'effets privés, qui ne négocient actuellement dans les bourses de valeurs ont fait l'objet à une époque éloignée ou récente d'une introduction sur le marché. Parmi les valeurs des sociétés commerciales ou industrielles, les unes ont été introduites au moment de la fondation de la société, les autres au cours de la vie sociale. Non seulement l'introduction sur le marché n'est pas toujours contemporaine de l'émission des titres, mais il peut aussi arriver qu'une société procède au cours de la vie sociale, longtemps après sa fondation à une augmentation de capital qui peut donner lieu à l'introduction de valeurs nouvelles en bourse.

Le mot « marché » a différentes significations, selon les épithètes dont il est accompagné, telles que : fermé, libre, officiel, etc. Employé seul, et dans son sens le plus général, le mot « marché » sert à définir l'ensemble des négociations publiques portant sur une valeur ou sur la totalité des valeurs et pour lesquelles la loi de l'offre et de la demande joue normalement.

Par suite, l'expression « introduction sur le marché » doit s'entendre de l'introduction d'un titre en vue de sa négo-

ciation sur tout marché qui offre les garanties nécessaires au bon fonctionnement de la loi de l'offre et de la demande. Si le mécanisme de cette loi, en effet, ne joue pas normalement, c'est abusivement que l'on parle d'introduction sur le marché.

Le fait de laisser figurer un titre sur une cote exprimant le mouvement normal de toutes les offres et de toutes les demandes dont ce titre fait l'objet doit suffire en principe pour constituer une introduction de ce titre sur le marché financier. C'est ainsi qu'on a pu reprocher aux administrateurs d'une société d'avoir fait *introduire* sur le marché dit hors cote des titres de cette société à un cours qui n'était pas justifié par l'activité jusque là très réduite de l'entreprise¹. Il peut donc au moins théoriquement y avoir introduction sans admission à la cote. Mais, il convient de noter que dans cette espèce, l'introduction sur le marché hors cote fut suivie d'une véritable introduction sur la marché officiel.

Il faut bien reconnaître que pratiquement, la condition du jeu normal de l'offre et de la demande ne sera assurée que par la négociation et la cotation en Bourse, soit au parquet, soit en banque.

En fait, on peut dire que le critérium de l'introduction sur le marché étant la cotation normale de la résultante des offres et des demandes, l'introduction sur le marché se confondra le plus souvent avec l'admission à la cote officielle ou libre. Lorsque le classement d'une valeur s'effectue hors cote, on pourra rarement dire qu'il y a introduction sur le marché, car les cours du marché hors

1. Grenoble, 25 juin 1931, D. P. 1931.2.97.

cote sont nécessairement arbitraires, et ne peuvent faire apparaître le jeu des offres et des demandes.

L'introduction sur le marché peut être concomitante de l'émission, mais elle ne se confond pas avec elle. La confusion de l'émission avec l'introduction sur le marché peut provenir de ce que les formalités de la publicité légale sont requises pour ces deux opérations. En effet, la loi du 30 janvier 1907 dispose que l'insertion d'une notice au Bulletin des annonces légales obligatoires aura lieu non seulement au moment de l'introduction, mais également à l'occasion de l'émission, de l'exposition et de la mise en vente du titre considéré.

L'émission peut précéder de longtemps l'introduction, et il y a même des valeurs émises qui ne seront jamais introduites sur le marché, si elles restent entre les mains de leurs premiers détenteurs. Une valeur peut circuler, elle peut faire l'objet de transactions et d'échanges sans pour cela donner lieu à une cotation. Et, comme nous l'avons vu plus haut, les titres du marché hors cote peuvent avoir une valeur courante sans pour cela posséder véritablement un cours.

Le rôle d'introducteur d'un titre sur le marché officiel est réservé aux agents de change. Au contraire, quand l'introduction a lieu sur le marché libre, elle est effectuée par les soins d'un ou de plusieurs coulissiers. L'introducteur sur le marché libre est donc toujours un banquier ou plutôt un groupe de banquiers. Quand l'introducteur est un organisme collectif, on est en présence d'un syndicat de placement. D'ailleurs, le mot « introducteur » ne désigne pas forcément un banquier, mais le détenteur de la presque totalité du titre qui en poursuit le classement dans le

public. En effet, les syndicats financiers peuvent comprendre, outre le ou les banquiers introducteurs, les dirigeants de la société dont les titres font l'objet de l'opération, et même des distributeurs de publicité, des directeurs de journaux, etc.

Au point de vue de la responsabilité pénale au sens de l'article 419 du Code pénal, deux questions relatives à l'introduction sur le marché se posent : la première, celle de la raréfaction du titre est commune à la fois à l'étude de l'introduction, et à celle de la spéculation proprement dite, la seconde, celle de la détermination du cours d'introduction est spéciale à la matière de l'introduction.

§ 2. *Maîtrise du marché en vue de l'écoulement des titres.*

Le syndicat de placement a principalement pour but d'éviter une introduction désordonnée des titres sur le marché. L'introduction de tous les titres d'une émission qui serait faite simultanément par différentes personnes amènerait dès les premières bourses une cotation certainement inférieure à la valeur normale du titre. C'est afin d'empêcher une dévaluation aussi peu justifiée qu'inévitable dans de telles conditions que l'intervention du syndicat de placement est nécessaire.

Mais l'utilité du syndicat de placement étant ainsi constatée, il va de soi que ce syndicat doit disposer de certains moyens d'action. Il s'agit de savoir dans quelle mesure l'emploi de ces moyens d'action est licite au regard du nouvel article 419 du Code pénal.

« Introduire une valeur sur le marché, déclare un arrêt de la cour de Rouen¹, c'est de la part de l'émetteur prendre

1. 26 juillet 1912, D. P. 1912,613.

les mesures nécessaires pour qu'un courant d'affaires s'établisse à la Bourse, dans des conditions assurant normalement le jeu de l'offre et de la demande, et une cote régulière des négociations. »

L'introducteur va commencer d'abord à bloquer tous les titres qui feront l'objet de l'opération ; en même temps, il va provoquer et stimuler la demande par une large publicité, et il écoulera ensuite lentement les titres sur le marché, selon l'importance de la demande.

1° Parmi les moyens d'action dont dispose l'introducteur du titre, le plus important, outre la publicité qui sera étudiée plus tard, est incontestablement le *blocage*. On présente généralement le blocage comme un exemple de procédé de raréfaction des titres. Mais il convient de faire une distinction entre le blocage opéré à l'introduction, et le blocage réalisé après cette introduction. Le blocage à l'introduction constitue une concentration initiale. Cette concentration existe, par elle-même, sans le secours d'une raréfaction préalable. Quand on parle de raréfaction, on suppose que cette raréfaction est pratiquée sur un titre en circulation, sur un titre qui fait déjà l'objet de négociations. Au contraire, le blocage à l'introduction ressemble plutôt à un monopole à la production d'un produit nouveau. Dans les deux cas, en effet, il y a réunion d'une grande quantité d'un même objet corporel ou incorporel, sans que cette réunion entraîne un changement apparent sur le marché. C'est que dans les deux cas, le détenteur est en même temps un introducteur. Le marché ne saurait être affecté, puisque le titre n'avait pas encore circulé. C'est en raison de ce caractère particulier que le blocage à l'introduction doit être considéré séparément du blocage en général.

La clause de blocage existe dans presque tous les actes constitutifs de syndicats de placement : elle consiste pratiquement à prévoir que les titres émis ne seront pas encore répartis. Et dans le cas où les titres ont déjà fait l'objet d'une répartition ancienne ou récente entre les souscripteurs, leurs détenteurs actuels s'engagent à ne pas s'en dessaisir, ou à les remettre entre les mains du gérant du syndicat. On peut stipuler aussi que les titres seront déposés provisoirement, ou plutôt *bloqués* dans les coffres d'une banque, généralement sous la sanction du rachat aux frais du défaillant des valeurs vendues au mépris de la clause de blocage. La durée du blocage est habituellement de trois à six mois.

Le fait de retenir les titres au cours d'une introduction sur le marché pour éviter que cette introduction ne soit troublée est une préoccupation légitime des premiers détenteurs des titres, qui sont les dirigeants de la société, ou qui constituent le syndicat chargé de l'introduction.

C'est la solution qui a été adoptée par le Tribunal de la Seine dans un jugement amplement motivé du 11 juillet 1932¹.

« Le blocage, dit ce jugement, réalisé par le propriétaire des titres, qui a le droit de régler le nombre et les conditions dans lesquelles sa chose sera vendue, ne peut, en l'absence d'autres éléments de fraude, être tenu pour illicite.

Les propriétaires des titres peuvent en effet désirer conserver la majorité des actions sociales. En l'absence d'agissements frauduleux qualifiés ou non, le blocage ne peut donc être considéré comme une manœuvre d'accaparement. Pour que l'accaparement soit réalisable, il faudrait

1. *Droit financier*, 1932, p. 243.

nécessairement, que les titres qui constitueraient l'objet éventuel de cet accaparement, soient déjà dans le commerce. Tel n'est pas le cas de titres qu'il s'agit précisément d'introduire, et qui vont être pour la première fois soumis au libre jeu de l'offre et de la demande. « La concentration à l'émission est dans la nature même des choses¹. »

D'ailleurs, il appartient à l'introducteur, dans l'intérêt même des acheteurs du titre, de veiller à ce que d'autres détenteurs ne puissent jeter sur le marché de grandes quantités du même titre à un cours inférieur au cours d'introduction.

2. Le blocage prépare et suppose l'écoulement postérieur des titres sur le marché sous une direction unique. Le blocage et le filtrage qui le suit ne sont que les deux phases d'une même opération qui est l'introduction sur le marché. Puisque le syndicat de placement ou l'introducteur quelconque du titre peut régler « le nombre et les conditions dans lesquelles les titres seront vendus », il peut donc, au lieu de les jeter sur le marché dès le premier jour en grandes quantités, les écouler par tranches successives à mesure que la demande se fait sentir. L'emploi par le syndicat du procédé dit du robinet ou du compte goutte est donc parfaitement légitime.

Bien plus, ce mode d'écoulement du titre constitue une obligation pour l'introducteur sérieux qui ne doit pas se désintéresser du titre une fois que celui-ci est introduit. C'est pourquoi « le blocage est légitime et conforme aux intérêts des premiers acheteurs lorsqu'il n'aura pour but que d'éviter l'avalissement des cours en introduisant les titres par tranches successives dont l'état du marché ou

1. Khonsarian Robert, *Organisation et gestion des syndics financiers*, 1930.

la plus ou moins grande notoriété de l'affaire détermineront l'importance¹ ».

L'usage est donc judicieux pour les introducteurs d'un titre de ne pas se dessaisir dès les premiers jours de la totalité des valeurs, et d'éviter ainsi une ascension artificielle, laquelle ne manquerait pas d'être suivie d'une chute brusque. Le rôle de l'introducteur ne cesserait d'être normal que si la réduction de l'offre devenait arbitraire au point de « provoquer un afflux d'achats, et de déclancher par fraude l'enlèvement des cours ».

III. Mais si une diminution de l'offre peut susciter l'apparition de conditions artificielles sur le marché, un afflux d'achats peut par contre provoquer une hausse manifestement factice. Cette hausse pourrait avoir pour conséquence et par réaction une véritable dévaluation du titre. C'est pour éviter ce danger que les introducteurs doivent intervenir afin de modérer les mouvements de hausse trop soudains, et dans ce but procéder au rachat d'une partie des titres.

Cette opération, qu'on appelle *raval*, est recommandable lorsque se manifestent des ventes spéculatives pour avilir les prix, car si le raval est effectué en hausse alors que commence à se dessiner une manœuvre contraire, il présente « des risques pour celui qui l'effectue ». Le raval ne peut donc être condamné en lui-même, et doit « être envisagé selon les espèces et les intentions » des opérateurs¹.

§ 3. *La fixation du cours d'introduction sur le marché.*

Parmi les trois moyens frauduleux qualifiés de l'article 419 du Code pénal il en est deux, remontant l'un à 1810,

1. Seine, 11 juillet 1932, *op. cit.*

l'autre seulement à 1926 dont l'examen permettra de montrer que le premier cours est en dehors de l'application de l'article 419 du Code pénal. Ces deux moyens sont rédigés de façon différente. L'un prévoit les « offres jetées sur le marché à dessein de troubler les cours », l'autre les « sureffres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes ». Si la rédaction de ces deux procédés délictueux étaient identiques, une difficulté résulterait de ce que, pour faire connaître leurs dispositions réciproques sur le marché les acheteurs devraient attendre l'offre des vendeurs, et les vendeurs la demande des acheteurs. Qui des acheteurs ou des vendeurs devraient prendre l'initiative de formuler les demandes ou les offres initiales ? La question ne se poserait pas pour une marchandise d'usage courant, car même sur un marché nouveau, en l'absence de cours préalable, il est toujours possible de se référer aux cours pratiqués dans la région.

Mais, s'il s'agit d'un produit nouveau qui n'aurait de prix courant sur aucun marché, comment le cours initial sera-t-il finalement déterminé ? Théoriquement, on pourrait dire que selon qu'il y aura une plus ou moins grande concurrence du côté des vendeurs ou du côté des acheteurs, ce sera aux premiers ou aux seconds à émettre la sollicitation initiale. Mais, la libre concurrence dont parlait l'ancien article 419 du Code pénal devrait exister à la fois du côté de l'offre et du côté de la demande. Or, dans une hypothèse comme celle-là, il est évident que la demande se manifeste longtemps après l'offre, et quelquefois avec de grandes difficultés. Pratiquement, c'est le rôle exclusif de l'offre de se manifester la première. On voit donc que la loi de l'offre et de la demande ne pourra fonctionner dans un cas semblable, puisque l'offre sera circonscrite à quelques vendeurs et la demande à peu près inexistante.

Comment, dans ces conditions, le premier cours pourrait être inférieur aux prix demandés par les vendeurs, puisqu'il sera déterminé exclusivement par l'offre des vendeurs, et comment pourrait-il être supérieur aux prix offerts par les acheteurs, puisque ceux-ci n'auront pas encore formulé d'offre?

L'article 419 du Code pénal punit une *altération des cours*. Par suite, le cours initial ne peut jamais être un cours *altéré*, il est seulement *susceptible d'altération postérieure*.

La question du cours initial ne présente d'ailleurs un intérêt pratique qu'en ce qui concerne le cas spécial de l'introduction des titres. Mais c'est alors au détenteur des titres, c'est-à-dire à l'introducteur qu'il appartient de faire l'offre liminaire.

Avant qu'il fasse son entrée sur le marché des valeurs, aucun prix courant, aucun cours n'est attaché au titre.

La fixation du cours d'introduction est l'opération préliminaire indispensable à la cotation du titre en bourse. Ce cours a un caractère nécessairement arbitraire. Il ne saurait en être autrement puisque le cours d'introduction est, par définition, celui d'une valeur n'ayant encore fait l'objet d'aucune transaction sous le signe de l'offre et de la demande.

« Le gérant du syndicat s'assure le concours d'un groupe de banquiers, lesquels procéderont à l'écoulement des titres... qui leur sont offerts par le gérant du syndicat sous forme d'option, ou cédés au cours d'introduction, ou à un cours légèrement inférieur. Le même système d'option ou de cession peut être pratiqué dans les rapports du syndicat avec des agents de publicité. Il y a donc... un cours d'introduction, un cours d'option, et un cours auquel

les titres sont cédés directement à certains banquiers, membres ou non du syndicat¹. »

Mais ces différents cours si, toutefois, il est déjà possible, à ce moment, d'employer le mot « cours » sont nécessairement artificiels, et ils ne sauraient être assimilés à des cours résultant du libre jeu de l'offre et de la demande.

Si des négociations se sont déjà effectuées hors cote sur le titre à introduire, la valeur d'échange peut certainement fournir une indication qui n'est pas à négliger, mais elle ne saurait suffire à déterminer le cours d'introduction.

S'il s'agissait de l'introduction d'un produit nouveau, d'un succédané, le prix pourrait en être établi à l'aide de comparaisons avec le prix des marchandises similaires. Mais, comme au point de vue de l'importance et de la prospérité, la situation sociale d'entreprises de même nature varie considérablement, les cours des valeurs appartenant au même compartiment que la valeur à introduire ne peut fournir aucune indication vraiment intéressante.

A défaut d'indication précise, les introducteurs auront néanmoins différents éléments d'appréciation dans la détermination du cours initial. Ils peuvent tenir compte de la valeur intrinsèque du titre. Pour les obligations, la valeur nominale peut, en raison de la prime d'émission ou de toutes autres causes être différente de la valeur marchande. Pour les autres titres comme les actions, il faut tenir compte pour trouver leur valeur, non seulement de la portion de capital que représente chaque action, mais encore de l'actif répartissable après le remboursement

1. J. Tchernoff, « Les syndicats financiers et l'introduction des titres », *D. H.*, 1^{er} décembre 1932.

du capital. L'introducteur pourra aussi supputer les chances de succès de la société à la condition que « la capitalisation des titres au cours d'introduction n'excède pas le montant des évaluations très favorables¹ ».

L'introducteur, outre ces données techniques, pourra être amené à prendre en considération des éléments d'ordre psychologique. Mais en tablant sur ces éléments, il peut être entraîné à une fausse appréciation des conditions du marché. Un prix majoré est nécessaire le plus souvent pour tenter le public « qui n'acquiert généralement volontiers que les titres dont le marché paraît orienté vers la hausse ». Un jugement récent² du Tribunal correctionnel de la Seine, après avoir reconnu l'exactitude de cette constatation, l'a érigée en grief contre le gérant d'un syndicat de placement, en voyant dans le recours à cet argument l'explication des préoccupations qui lui avaient suggéré des opérations simultanées d'achat et de vente jugées d'autre part délictueuses. Ce jugement qui a fait application de l'article 419 du Code pénal parle de la majoration abusive du cours d'introduction, mais il va de soi que la fixation du cours d'introduction, si elle peut être abusive au sens de l'article 405, ne peut jamais l'être au sens de l'article 419.

Est-ce à dire que l'article 405 du Code pénal soit applicable dès qu'il y a une majoration du cours d'introduction et, dans ce cas, de quelle façon appréciera-t-on cette majoration? La Cour de Paris par son arrêt du 6 janvier 1928³, intervenu depuis la mise en application de la loi de 1926, a décidé que rien ne s'oppose à ce que les syndicataires

1. Seine, 11 juillet 1932, *op. cit.*

2. Seine, 27 avril 1932, *Revue de droit bancaire*, 1932, p. 255.

3. *Op. cit.*

réalisent un bénéfice en majorant le prix de vente de ces valeurs quand les opérations ne présentent aucune trace de dol ou de fraude. La majoration du cours initial, par rapport à la valeur du titre telle qu'elle résulte des bilans, se justifie par les risques de perte auxquels sont exposés les syndicataires, et par les frais, notamment en ce qui concerne la publicité, dont ils doivent rechercher le remboursement.

Si d'ailleurs, dans le cas du syndicat de prise ferme, ou du syndicat à option, la prime des syndicataires est d'autant plus importante que les titres sont vendus à un cours plus élevé, on n'en peut conclure que l'intérêt des introducteurs est de donner systématiquement et arbitrairement à un titre un cours initial démesuré. En fixant ce cours trop haut, ils enlèveraient au titre toute possibilité de hausse, et le dirigeraient vers une dépréciation définitive. Or, l'insuccès initial rend le succès postérieur problématique, et les dirigeants de syndicats le savent bien qui, s'inquiétant d'une hausse prématurée, pratiquent le rachat de paquets de titres pour enrayer partiellement cette hausse dans la mesure où elle leur paraît excessive.

Le cours d'introduction peut donc bien être un cours « soufflé ». Mais la majoration qui lui est appliquée ne peut tomber que sous le coup de l'article 405 du Code pénal. L'article 419 du Code pénal n'est jamais applicable à la fixation même considérée comme exagérée du cours d'introduction.

En effet, ce n'est pas fausser la loi de l'offre et de la demande que de donner un point de départ à son fonctionnement. Comment le mécanisme de cette loi économique pourrait-il devenir artificiel puisqu'il n'a pas encore librement fonctionné avant l'introduction du titre sur le marché ?

On ne peut fausser un cours inexistant. On ne peut pas davantage fausser au sens de l'article 419 du Code pénal, un cours futur qui, par définition, sera le premier cours.

Dans l'affaire de la Société des forces motrices du Ver-cers, les administrateurs de cette société avaient sciemment occulté, dans le libellé de parts de fondateur, la clause de rachat au profit de la société, alors que les titres originaux qui venaient d'être divisés en dixièmes portaient tous la mention de cette faculté de rachat. Aucune obligation légale n'existe pour obliger à porter sur les parts de fondateur la clause du rachat éventuel par la société et, par suite les administrateurs avaient pu penser que cette manœuvre frauduleuse devait échapper à toute sanction pénale. La Cour de Grenoble cependant, et, plus tard, la Cour de cassation en décidèrent autrement¹.

Mais cette manœuvre allait-elle tomber sous le coup de l'article 405 ou de l'article 419 du Code pénal? La Cour de Grenoble a vu dans l'omission de la clause de rachat tant sur la notice insérée du *Bulletin des Annonces légales obligatoires*, que dans la réponse au questionnaire des agents de change au moment de l'introduction sur le marché officiel, la preuve d'une intention frauduleuse. Elle déclara que la manœuvre frauduleuse, qui avait permis aux administrateurs d'écouler leurs parts avant de faire décider le rachat par la société, constituait une altération artificielle des cours. Grâce à l'ignorance du public, les titres avaient en effet obtenu une plus-value par rapport au prix de rachat qui constituait un maximum à leur valeur marchande.

1. Trib. correct., Grenoble, 17 février 1931, *Gaz. Pal.*, 1931.II.126; Grenoble, 25 juin 1931, *D. P.* 1931.2.97; Cass. crim., 6 février 1932, *D. H.*, 1932 p. 148.

La Cour de cassation confirma l'arrêt de la Cour de Grenoble, mais écarta parmi les éléments constitutifs du délit, la modification du libellé des parts de fondateur, à raison du principe de la non-rétroactivité des lois pénales.

Dans cette espèce, c'est plutôt l'article 405 que l'article 419 du Code pénal qui aurait dû s'appliquer. Néanmoins l'article 419 du Code pénal était certainement applicable, non pas à la fixation abusive du cours d'introduction, mais au fait d'avoir intentionnellement laisser coter les parts de fondateur, dans les jours qui suivirent l'introduction, à un cours supérieur à leur valeur de rachat, car, comme l'a noté la Cour de Grenoble, les administrateurs de la société n'avaient même pas fait publier, dans la presse financière, une note pour rappeler l'existence de la faculté de rachat au profit de la société.

Si le cours ne peut être, au moment de l'introduction un cours « altéré », il peut, dès l'instant où le titre est introduit sur le marché, être « altéré » au sens de l'article 419 du Code pénal. Ce texte ne peut donc s'appliquer qu'aux agissements frauduleux ou non frauduleux susceptibles de suivre la détermination du cours initial, dans le but de provoquer une cotation anormale des cours postérieurs à l'introduction. Cette solution résulte des termes d'un jugement du Tribunal de la Seine du 11 juillet 1932¹, qui a été le premier à décider implicitement que l'article 419 du Code pénal est inapplicable à la fixation du cours d'introduction.

Pour que l'article 419 du Code pénal soit applicable, il faut, pour employer les termes de ce jugement, que « la détermination du cours d'introduction ait été suivie

1. *Op. cit.*

d'achats déterminés par fraude ou par action sur le marché ». Le Tribunal a donc admis *a contrario* que la seule fixation, même exagérée, du cours initial ne peut constituer le délit d'altération des cours.

§ 4. *Introduction et spéculation.*

S'il est vrai que certains syndicats lancent des affaires imaginaires, ou écoulent sur le marché des vignettes sans valeur pour s'en désintéresser aussitôt après, on ne saurait fonder sur la possibilité de telles manœuvres les critiques que l'on a quelquefois adressées aux syndicats de placement. Il n'y a rien là de particulier aux choses financières, et ces manœuvres, même si elles se continuent au lendemain de l'introduction, relèvent bien plutôt de l'article 405 que de l'article 419 du Code pénal. La nécessité pour les détenteurs de titres, dans l'intérêt même des premiers acheteurs, d'organiser et de régulariser l'introduction sur le marché n'est pas à démontrer, et si l'on a souvent prétendu le contraire¹, il ne faut voir dans de semblables affirmations que paradoxes de polémistes surexcités par quelque krach scandaleux.

La fixation du cours d'introduction est une opération *sui generis*. Elle ne peut même pas être comparée à une mise à prix. Dans le cas de l'adjudication, en effet, il est relativement facile de proposer un prix minimum de base, à l'aide d'une comparaison avec le cours des marchandises similaires. Au contraire, dans le cas de l'introduction d'un titre, le cours initial n'est nécessairement ni le cours mini-

1. Cf. par exemple Alexandre Assier, *Le portefeuille des pères de famille*, Paris, 1887, p. 46 : « Les bonnes valeurs n'ont pas besoin de l'appui d'un syndicat. Il y aura toujours assez de gens pour les absorber, même avant leur émission, car ceux-là savent qu'elles sont destinées à la hausse, comme les obligations du crédit foncier ou de la Ville de Paris. »

mum, ni le cours maximum. L'introducteur recherche le cours optimum, mais on ne pourrait, en aucune façon, lui faire reproche d'une fixation irrationnelle. L'introducteur se trouve plutôt dans une situation assez semblable à celle du détenteur d'un produit nouveau qui ne se négocie pas encore sur le marché, d'un détenteur de brevet. Dans les deux cas, il y a une concentration initiale naturelle. Mais alors qu'il est possible d'évaluer le prix de revient d'une marchandise, il est singulièrement plus difficile de chiffrer la valeur intrinsèque d'un titre avant l'introduction sur le marché.

Le banquier ou le syndicat introducteur est, dit-on, maître de l'offre. Mais le moyen qu'il en soit autrement ? S'il est permis d'user d'une expression en apparence contradictoire pour caractériser cette situation exorbitante par rapport à la loi de l'offre et de la demande, on peut dire que si cette situation est artificielle, elle l'est par nature.

Mais cette situation n'est pas artificielle au sens où l'article 419 emploie ce mot ; c'est bien plutôt la cotation du cours initial qui serait artificielle, voire même impossible dans l'intervention d'un introducteur. D'ailleurs, l'introducteur ne jouit de l'immunité au regard de l'article 419 du Code pénal que jusqu'au moment où le titre fait son entrée sur le marché, et il reste toujours soumis à l'application de l'article 405 du Code pénal. L'application de ces deux textes doit tendre en définitive à ce que les introducteurs, banquiers ou syndicats, ne consentent à lancer que des affaires sérieuses, fondées sur des réalités.

CHAPITRE II

SPECULATION, AGIOTAGE ET ALTERATION DES COURS

§ 1. *L'activité licite sur le marché financier, en dehors du cas de l'introduction.*

Dans le chapitre qui précède, nous venons de voir que les opérations d'introduction d'un titre sur le marché, jusqu'au moment où cette introduction a lieu, ne peuvent constituer des cas d'altération des cours.

Mais l'article 419 du Code pénal est applicable à toutes les opérations spéculatives ayant un caractère illicite et portant sur le marché d'un titre introduit. Les opérations consistant à prendre sur le marché une position à la hausse ou à la baisse et qui sont susceptibles d'entraîner une altération artificielle des cours, peuvent être le fait soit d'un individu, soit d'un organisme collectif. Parmi ces auteurs collectifs du délit, la loi vise les syndicats de bourse qui ont pour but de pratiquer des opérations massives d'achat et de vente dans un but spéculatif.

Ce chapitre sera donc consacré à l'application de l'article 419 du Code pénal aux manifestations de l'activité spéculative individuelle ou collective.

La spéculation, lorsqu'elle est considérée comme contraire à la morale, ou lorsqu'elle devient illicite devant la

loi pénale est communément flétrie sous l'appellation d'agiotage.

Mais, comment peut-on distinguer la spéculation de l'agiotage ?

La plupart des auteurs, quand ils tentent d'opérer cette distinction, donnent généralement de l'agiotage la définition suivante : l'agiotage est le fait du spéculateur qui, ne se bornant pas à prévoir la hausse ou la baisse, entreprend de la provoquer. Entendu de cette façon, l'agiotage apparaît comme un ensemble de manœuvres essentiellement frauduleuses. La spéculation frauduleuse se confondrait donc avec la notion de l'agiotage.

Telle ne semble pas cependant avoir été la conception du législateur de 1926, puisque le nouvel article 419 réprime l'altération même non frauduleuse des prix. Pour que la terminologie soit en accord avec la législation actuelle, il faut donc admettre que la notion de la spéculation illicite ne s'identifie plus exactement avec celle de l'agiotage, ou bien que la notion de l'agiotage, s'étant élargie, déborde du domaine de la fraude.

Quelque intérêt que puisse présenter la recherche de semblables définitions, il n'en reste pas moins que l'agiotage *frauduleux* est toujours la forme la plus facile à caractériser de la spéculation illicite.

Une manœuvre frauduleuse quelconque est susceptible de tomber sous le coup de l'article 419 du Code pénal. Il s'ensuit que l'on peut faire jouer ce texte même à propos des fraudes prévues par d'autres textes, tels que les lois de 1867 et de 1907 encore que, dans ces cas, son application soit subsidiaire. C'est surtout quand on se trouve en présence d'une manœuvre frauduleuse qui n'est pas suscep-

tible d'être réprimée en vertu d'un autre texte qu'apparaît le rôle normal de l'article 419 nouveau du Code pénal.

On croit généralement donner une définition suffisante de la spéculation licite, en disant qu'elle constitue simplement un acte de prévision.

Or, le vrai spéculateur ne se borne pas à prévoir une hausse ou une baisse pour acheter ou vendre en prévision de cette hausse ou de cette baisse, car alors il agirait comme l'épargnant. Le vrai spéculateur prévoit aussi qu'il achètera quand la hausse ou la baisse espérée se sera produite. Il opère donc actuellement en prévision d'une hausse ou d'une baisse; mais en même temps, il a l'intention d'opérer en sens contraire plus tard, à un moment encore indéterminé, quand cette hausse ou cette baisse se sera produite.

Par suite, si l'on prenait le texte de la loi de 1926 à la lettre, ce n'est plus la spéculation qui serait licite, mais seulement le pari, le jeu de bourse, c'est-à-dire les opérations qui ont lieu sans travail de prévision; car, tout acte de prévision en vue d'un but spéculatif comporte une intention au moins future d'altérer les prix.

Une opération individuelle d'achat en vue de la revente, ou de vente en vue du rachat est donc artificielle en soi, puisqu'elle émane d'un spéculateur qui sait qu'il va agir sur le marché dans le sens de la hausse ou de la baisse.

Mais, la loi de 1926 n'a pas abrogé les autres lois qui constituent la charte des opérations de bourse, et notamment la loi fondamentale de 1885 sur la légalité des marchés à terme.

L'article 419 du Code pénal sera donc applicable aux combinaisons boursières, dans la mesure où ce texte sera conciliable avec les dispositions législatives en vigueur

réglementant et assurant le libre fonctionnement du marché des valeurs mobilières.

Au reste, les textes pénaux doivent toujours être interprétés restrictivement. L'article 419 du Code pénal réprime les abus de la spéculation, mais il n'a pas pour but de supprimer la présomption de licéité qui est attachée à toute opération au comptant ou à terme.

« Désormais, dit M. André Mater¹, toute spéculation qui ne consistera pas seulement à profiter d'une hausse ou d'une baisse pour faire un bénéfice, mais qui consistera dans la machination de cette hausse ou de cette baisse en vue de provoquer les achats ou ventes de tiers, sera possible de poursuites. »

Mais l'achat en vue de la vente dans l'espoir d'une hausse; et la vente en vue du rachat dans l'espoir d'une baisse qui constituent les deux aspects de l'opération spéculative peuvent être employés soit pour soutenir les cours après l'introduction des titres en bourse, soit dans le but d'assurer postérieurement la défense ou la résistance de la cote.

Or, les moyens employés par le spéculateur sont les mêmes, qu'il s'agisse de tirer un profit de la variation naturelle des cours, ou de soutenir les cours à l'introduction ou de défendre la cote d'un titre momentanément déprécié.

Le spéculateur recherche en toutes circonstances un profit, et l'opération spéculative consistera toujours en une combinaison complexe d'achats ou de ventes, mais ces combinaisons génératrices de profit auront nécessairement pour effet de modifier volontairement ou involontairement les conditions du marché. La difficulté réside

1. *Revue de droit bancaire*, 1927, p. 209.

dans la question de savoir dans quelle mesure cette action sur le marché est normale et à partir de quel moment elle est susceptible de devenir artificielle.

Pour savoir si le procédé est illicite, il faudra donc tenir compte aussi de toutes les autres circonstances, et, notamment de la nature du titre sur le marché duquel ce procédé est employé.

Une opération d'agiotage, en effet, se réduit toujours au moins à deux manœuvres, l'une de raréfaction, de saturation, ou d'intensification du marché, qui consiste à créer des conditions spéciales en bourse; l'autre constituant la liquidation et tendant à tirer profit de cette situation intentionnellement provoquée en vue d'un gain.

C'est ainsi qu'on présente quelquefois l'étrangement et l'écrasement du découvert comme étant les deux manœuvres classiques de l'agiotage.

En dehors de ces deux hypothèses, on n'a jamais précisé exactement quelles étaient les manœuvres susceptibles de constituer l'agiotage. On peut donc se demander si ces deux agissements tomberaient sous le coup de l'article 419 du Code pénal. Mais la jurisprudence, parmi les cas sur lesquels elle a été appelée à statuer depuis la mise en application de la loi de 1926 n'a relevé qu'un seul cas précis d'agiotage¹, et cette espèce ne comprenait aucun de ces deux agissements.

Pour rechercher dans quels cas, la spéculation sur un titre introduit peut devenir illicite, nous examinerons dans les développements qui vont suivre les procédés de raréfaction, de saturation et d'intensification du marché.

1. Seine, 27 avril 1932, *op. cit.*

Il convient, en effet, de rechercher dans quelles conditions l'emploi de ces procédés peut constituer une altération frauduleuse ou non frauduleuse des cours.

§ 2. *Spéculation à la hausse et raréfaction du marché.*

La spéculation à la hausse peut devenir illicite au sens de l'article 419 du Code pénal, d'abord quand elle constitue l'emploi du troisième moyen frauduleux qualifié, ensuite quand elle consiste dans une manœuvre frauduleuse quelconque, enfin même sans l'emploi de fraude lorsqu'elle comporte la recherche anormale d'un gain sur le marché.

Spéculer à la hausse, c'est acheter des titres en vue de les revendre avec bénéfice, quand la hausse prévue se sera produite.

Cet achat entraîne une raréfaction naturelle du titre sur le marché, et c'est précisément en raison de cette raréfaction, et de l'accroissement concomitant des demandes que la hausse des cours se produit.

Quand la raréfaction n'est pas le résultat du libre jeu de la loi de l'offre et de la demande, lorsqu'elle n'est pas déterminée par les conditions normales du marché, elle cesse d'être naturelle.

Est-ce à dire que la raréfaction doit être considérée comme illicite toutes les fois qu'elle est artificielle? La raréfaction artificielle provoquée dans un but de défense des cours est-elle illicite? En d'autres termes, on est amené à se demander si chaque fois que la raréfaction est artificielle, on se trouve en présence d'un accaparement délictueux.

Il convient de remarquer que l'accaparement est un résultat, alors que la raréfaction est plutôt le moyen de réaliser cet accaparement.

Parmi les opérateurs à la hausse, les uns se bornent à prévoir une hausse et effectue des achats dans l'espérance de ce relèvement des cours.

D'autres spéculateurs, des banquiers agissant seuls ou le plus souvent constitués en syndicat, dans un but spéculatif ou de gestion de leur portefeuille, s'aperçoivent qu'un titre souffre d'une campagne de baisse sans qu'aucune raison sérieuse ne justifie cette dépression. Ils décident d'effectuer des achats massifs pour faire remonter les cours, et bénéficier ensuite de la revalorisation du titre. Cette combinaison reste une opération spéculative, parce que, en dépit du gain qui est recherché et du procédé artificiel qui est employé, le but à atteindre n'a pas nécessairement un caractère entièrement artificiel. L'opération, d'autre part, présente des risques, et le risque est l'essence de la spéculation.

Il y a enfin l'agioteur qui se soucie peu de la nature du titre sur lequel il va opérer et du sort qui est réservé à ce titre. L'agioteur est le spéculateur malhonnête qui provoque une valorisation injustifiée et momentanée dans le seul but d'en tirer un gain.

Tous ces spéculateurs, en opérant sur le marché, vont plus ou moins sciemment, et plus ou moins légitimement raréfier le titre. Même le petit spéculateur qui opère sur une quantité infime de titres contribue à cette raréfaction. Mais quand un syndicat décide de provoquer cette raréfaction et qu'il est à peu près certain de réussir dans sa tentative, il engage gravement sa responsabilité. C'est cette responsabilité qu'il s'agit de préciser. Cependant, avant de rechercher dans quelles circonstances l'activité spéculative est licite, il est nécessaire de se demander comment on procède pour réaliser pratiquement la raréfaction.

Le moyen le plus simple de raréfier un titre sur le marché, c'est de procéder à des achats de ce titre soit au comptant, soit à terme. Le fait d'acheter des titres, même en grande quantité, n'a en soi rien d'illicite, puisque ces achats peuvent émaner d'un capitaliste qui recherche un placement avantageux, ou d'un spéculateur opérant encore sur une trop petite échelle pour pouvoir provoquer une altération artificielle des cours.

Or, des offres d'achat effectuées dans le but de spéculer à la hausse, ou dans tout autre but, pourraient cependant devenir abusives si elles constituaient des « suroffres aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes ». Telle est en effet, la formule dont se servait l'ancien article 419 du Code pénal et que le nouveau texte a conservée pour qualifier l'un des moyens frauduleux visés par lui. Les rédacteurs du Code pénal ont voulu ainsi réprimer les suroffres d'achat, ou plus exactement les abus de la demande que les acheteurs exercent sur le marché. Ces suroffres ne deviendront délictueuses que si elles dépassent les prix demandés par les vendeurs. Cette partie du texte a paru si claire que les auteurs n'hésitent pas à déclarer que l'intention délictueuse résulte ici nécessairement de la tentative, ou de l'accomplissement du délit.

Mais la spéculation à la hausse est licite quand elle consiste en suroffres faites aux prix proposés par les acheteurs concurrents. Autrement dit, c'est la suroffre qui est prohibée, et non la surenchère. Pour que l'offre de l'acheteur devienne délictueuse, il faut donc qu'aucune concurrence ne subsiste entre ce spéculateur et les autres acheteurs. Mais que décider si la surenchère dépasse d'une manière considérable l'enchère qui vient d'être formulée ? L'offre de l'acheteur, de même que la demande du vendeur

exprime une appréciation subjective de la valeur de l'objet recherché. La valeur intrinsèque d'une marchandise ou d'un effet n'existe, elle-même en fin de compte, qu'en fonction des appréciations individuelles. D'ailleurs, il faudra toujours établir que la suroffre a été faite dans le but d'altérer artificiellement les cours.

Si depuis 1926, ce troisième moyen frauduleux a permis de frapper des acheteurs de denrées qui avaient proposé publiquement un prix supérieur à celui qui leur avait été demandé par les producteurs¹, il convient d'observer que ce moyen frauduleux n'a pas encore trouvé son application en matière financière.

Pour que l'offre d'achat soit répréhensible, il faut non seulement qu'elle constitue une suroffre aux prétentions des vendeurs, mais qu'elle soit indépendante de toute opération antérieure.

C'est ainsi qu'il arrive dans le cas d'achats à terme que les acheteurs demandent aux vendeurs la livraison anticipée de leurs titres. Cette opération d'*escompte* peut être employée dans un but de valorisation du titre; l'acheteur renonce au crédit que lui avait fait le vendeur. Mais, il n'y a pas là de suroffre, puisque le prix a été fixé auparavant. L'escompte ne présente donc *a priori* aucun élément d'illégalité.

De même, certains syndicats qui font des achats à terme, *lèvent les titres à perte, lorsqu'arrive l'époque de la liquidation*, et n'en continuent pas moins à faire de nouveaux achats à terme sur la même valeur. Ce procédé qui, au début, évite une dépréciation du titre peut, s'il est employé par un spéculateur ou un syndicat opérant sur

1. Cass. crim., 17 décembre 1931, *D. H.*, 1932.

des quantités massives de titres, sans aucun doute déterminer à la longue une valorisation appréciable.

Si l'application du troisième moyen frauduleux qualifié est peu pratique en ce qui concerne la spéculation financière, il n'en reste pas moins que la spéculation à la hausse peut, aux termes de la loi de 1926, causer une altération frauduleuse ou non frauduleuse des cours.

Si l'achat en bourse est parfaitement licite en soi, la question est plus délicate quand on se trouve en présence d'un *rachat* de titres.

En étudiant l'introduction, nous avons vu qu'il est légitime de pratiquer à ce moment le raval, c'est-à-dire de procéder à des rachats massifs de titres sur le marché jusqu'à ce que le cours ait atteint son niveau normal, sa valeur étale. Il importe, en effet, une fois que le titre est introduit, de ne pas le laisser se déprécier, et il est nécessaire de pratiquer, le cas échéant, des rachats, tant que le titre n'a pas solidement acquis une cotation correspondant à sa valeur intrinsèque.

Il convient maintenant d'envisager le rachat effectué, non plus au moment de l'introduction, mais sur un titre depuis longtemps introduit.

La question de savoir si une société a le droit de procéder au rachat de ses propres actions a fait l'objet de nombreuses discussions, même en dehors de toute considération pénale.

Sur le terrain du droit privé, aucun texte n'interdit le rachat de ses propres actions par une société, ou par un syndicat émanant de cette société. Il faut donc supposer que cet « auto-rachat¹ » n'est pas contraire aux statuts de

1. R. Picard, « La défense des actionnaires », *Revue politique et parlementaire*, 10 mai 1931.

la société, sinon les administrateurs s'exposeraient à d'autres sanctions que celles de l'article 419 du Code pénal.

Le rachat n'est pas toujours employé dans un but spéculatif. C'est ainsi qu'il peut être pratiqué en vue de la destruction des titres. Il va de soi que cette opération décidée par l'assemblée générale des actionnaires, et réalisée en observant les formalités de la publicité légale est parfaitement licite. Mais si ce rachat était effectué sans l'approbation préalable des actionnaires et sans l'accomplissement de la publicité légale, ce rachat constituerait une réduction clandestine du capital social qui, en droit commercial, serait considérée comme nulle.

Le rachat n'est généralement admis que si les fonds nécessaires à cette opération proviennent des bénéfices de la société, voire même des réserves, car autrement, le principe de la fixité du capital cesserait d'être respecté.

Au point de vue de l'article 419 du Code pénal, la provenance des fonds qui servent au rachat importe peu. Le rachat effectué par les dirigeants de la société ne diffère pas pratiquement de l'achat réalisé par un spéculateur quelconque. C'est donc la qualité de l'opérateur qui pourrait ici rendre l'opération illicite.

Dans quel but, la banque ou la société va-t-elle procéder au rachat d'une partie de ses titres? Il convient d'écarter immédiatement le cas du rachat en vue de la destruction et celui du rachat constitutif de placement, pour retenir le seul cas intéressant : celui du rachat dans un but spéculatif. Dans cette hypothèse, la société aura ordinairement recours à un syndicat de bourse.

Au point de vue de la responsabilité pénale, la question doit être envisagée sous un aspect très large. Si, évidemment, il n'y a pas lieu de s'occuper des achats de ses propres

titres effectués par une société pour sa clientèle, il convient de considérer les achats effectués non seulement pour le compte de la société, mais également pour le compte des membres du Conseil d'administration. Il peut se faire également que la société, désirant dissimuler le rachat, opère pour le compte de clients fictifs, d'hommes de paille, auxquels elle accorde des crédits.

A la question du rachat, se rattache celle du report effectué par un établissement de crédit sur ses propres actions. De même que les achats, les reports pourront être fictifs.

La jurisprudence de la fin du ^{xix}e siècle nous offre des exemples concrets de rachats et de reports comportant des éléments frauduleux. Dans l'affaire de l'Union générale, l'instruction avait révélé l'existence d'un compte spécial qui servait à faire croire aux actionnaires, et par suite au public que la société était complètement étrangère au mouvement d'affaires auquel ses titres donnaient lieu¹.

Une autre affaire² révéla que les administrateurs d'une société faisaient effectuer des achats à terme par l'intermédiaire d'individus insolvables auxquels, grâce à la situation qu'ils occupaient dans la société, ils faisaient accorder des crédits prolongés. Du fait de cette collusion, la jurisprudence vit une manœuvre coupable dans les spéculations parrallèles des administrateurs.

En ce qui concerne les reports accordés par une banque sur ses propres actions, les tribunaux estimaient qu'ils pouvaient constituer une manœuvre frauduleuse s'ils étaient renouvelés indéfiniment et accordés à des individus

1. Paris, 19 mars 1883, Cass. crim., 23 juin 1883, D. P. 1883.1.426.

2. Bourges, 2 août 1888. D. P. 1888.2.49.

insolvables, mais qu'en principe, le report successif, n'étant pas capable de provoquer une hausse véritable, n'était pas punissable.

Dans les cas où les moyens employés pour déterminer une hausse des cours étaient nettement entachés de fraude, la jurisprudence appliqua successivement l'ancien article 419 et l'article 405 du Code pénal. Mais, aujourd'hui que la spéculation à la hausse émane d'un syndicat créé par la société ou d'un syndicat constitué sans le concours des administrateurs, la question se pose de la même façon.

En dehors du cas de manœuvres frauduleuses caractérisées, il semble difficile de contester à des sociétés ou à des syndicats la possibilité de pratiquer le rachat ou l'achat de titres dont ils désirent soutenir les cours. Dans quels cas, cette raréfaction peut-elle donc devenir délictueuse?

Il semble que la raréfaction ne puisse être réputée illicite que si elle aboutit à un accaparement lui-même délictueux.

La notion de l'*accaparement* est très vague. Tantôt, on considère que l'accaparement peut constituer une fraude, tantôt on le range parmi les moyens non frauduleux de commettre le délit d'altération des cours.

Un accaparement réel peut être réalisé par l'achat au comptant de tous les titres. Un accaparement virtuel peut résulter d'achats à terme, et de reports prolongés.

Le stockage, en matière financière, prend un nom spécial : c'est le blocage.

Nous avons déjà rencontré le blocage en examinant les moyens d'action de l'introducteur. Mais le blocage dans un but de spéculation diffère considérablement du blocage à l'introduction. A l'introduction, la clause de blocage insérée dans les conventions syndicales a pour but d'éviter

que l'activité du gérant ne soit contrecarrée par les initiatives divergentes d'autres détenteurs du titre ; l'intérêt des premiers acheteurs exige aussi le respect de cette clause. Mais, le blocage effectué sur un titre depuis longtemps introduit peut avoir surtout pour effet d'exercer une pression sur le marché. Au moment de l'introduction, le titre n'a pas encore circulé, ou s'il a circulé, il n'a pas fait l'objet de négociations publiques. Au contraire, un titre depuis longtemps coté a déjà fait l'objet d'échanges, sous le signe de la loi de l'offre et de la demande. Si le titre est bloqué, il est donc soustrait à la négociation publique. Mais le blocage n'est pas illicite en soi, car entendu de cette façon, il comprendrait les achats faits au comptant par les capitalistes. Seulement, lorsque le blocage sera employé dans un but de spéculation, il sera susceptible de constituer un accaparement délictueux. C'est ainsi que le Tribunal de la Seine, dans son jugement du 11 juillet 1932¹, comparant le blocage à l'introduction, et le blocage dans un but de spéculation, a été amené à déclarer que « le blocage effectué sur des titres achetés progressivement sur le marché par les dirigeants d'un syndicat spéculatif, et revendus par quantités minimales, après une alléchante publicité » serait considéré comme pratiqué sans droit, et susceptible d'être retenu comme moyen frauduleux au sens de l'article 419 du Code pénal.

Alors qu'à l'introduction, le blocage constituait une concentration sans raréfaction préalable, une sorte de monopole naturel, il apparaît au contraire ici comme la réalisation de la raréfaction.

Faut-il en conclure que le blocage est interdit lorsqu'il

1. *Op. cit.*

visé uniquement une fin spéculative? Si l'on admet que, dans certains cas, les syndicats de défense et de résistance sont utiles, il faut bien admettre que l'emploi du blocage par ces syndicats est également licite, car il est nécessaire à toute opération de soutien des cours. Mais si le blocage ne se justifie que par le désir de valoriser un titre sans aucune valeur intrinsèque, il pourra devenir illicite.

Il ne faut pas oublier en effet que le soutien des cours pratiqué aussitôt après l'introduction est susceptible de tomber sous le coup de l'article 419 du Code pénal, et que les raisons qui justifient le blocage à l'introduction peuvent exceptionnellement se rencontrer encore longtemps après l'introduction. Il peut arriver dans ce cas que le titre soit momentanément déprécié, et qu'alors le blocage soit employé pour le revaloriser.

Le blocage est donc un moyen bien plutôt qu'un but ; il n'est qu'une combinaison boursière ; il sert à attendre le moment propice de rejeter les titres sur le marché.

Il pourrait peut-être encore devenir délictueux s'il contribuait à réaliser l'étranglement des vendeurs à découvert.

A la vérité, l'étranglement des vendeurs à découvert est l'aboutissement de la raréfaction opérée à l'aide d'achats au comptant et à terme et de reports. Cette manœuvre consiste à réaliser, surtout par des achats à terme, un accaparement futur des titres ; puis tout en suivant exagérément les tendances du moment à forcer les vendeurs à découvert, par la multiplicité des ordres d'achat aux approches de la liquidation, à se racheter dans des conditions désastreuses. Si le fait de lever les titres n'est pas délictueux, il peut cependant servir à clôturer une opération d'accaparement.

Depuis la mise en application de la loi de 1926, les

tribunaux n'ont pas encore eu à statuer sur cette pratique ni d'une manière générale sur aucun cas de valorisation par raréfaction du marché d'un titre. Mais il ne semble pas que la raréfaction consécutive à une spéculation massive dans le sens de la hausse soit toujours délictueuse.

§ 3. *Spéculation à la baisse, et saturation du marché.*

Depuis la réforme de 1926, la spéculation à la baisse peut devenir illicite au sens du nouveau texte si l'altération des cours est caractérisée par le deuxième moyen frauduleux qualifié ou par un moyen frauduleux quelconque, ou si la spéculation à la baisse constitue la recherche anormale mais non frauduleuse d'un gain sur le marché.

Spéculer à la baisse, c'est vendre des titres au comptant pour les racheter en hausse, ou vendre des titres à découvert pour se les procurer à bas prix au moment de la liquidation.

Toute opération à la baisse entraîne ou est susceptible d'entraîner une dévaluation du titre. Cette dévaluation est normale, lorsqu'elle est la résultante de l'ensemble des spéculations à la baisse. Mais, tout comme la hausse, la baisse peut provenir d'une action voulue sur le marché. C'est pourquoi, il convient, après l'étude des moyens propres à valoriser les titres, de passer à l'examen des procédés de dévalorisation.

Au cours de cet exposé, nous aurons à nous demander si l'activité spéculative s'exerçant sur le marché d'un titre en vue de déterminer une certaine dévalorisation du titre est toujours délictueuse.

Il y a lieu de distinguer, parmi les différentes catégories d'opérateurs à la baisse, d'abord le groupe des spéculateurs qui se bornent à vendre en prévision d'une baisse dans l'espoir de réaliser une différence fructueuse ; mais les

vendeurs peuvent être aussi de gros spéculateurs ou des syndicats qui sont amenés à réagir contre une hausse dont un titre bénéficie ; ces derniers tentent de déterminer une baisse pour ramener le cours du titre à sa valeur normale ou du moins au cours qui, selon eux, correspond à sa valeur normale.

Enfin, le spéculateur qui entreprendrait de déterminer un mouvement de baisse sur une valeur sans autre raison que le désir d'en tirer profit pourrait sans doute être taxé d'agiotage.

Mais, dans ces trois hypothèses, la spéculation à la baisse a pour effet, toutes proportions gardées, de déterminer une saturation ou un commencement de saturation du marché.

En examinant le mécanisme de l'introduction des titres sur le marché, nous avons vu que, la concentration des titres étant préalable à leur écoulement, le seul moyen normal de classer ces titres dans le public était la vente continue, mais portant cependant sur d'assez grandes quantités de valeurs.

C'est encore par la vente soit au comptant, soit à terme que s'effectue normalement la spéculation à la baisse. Les ventes de titres, même massives ne sauraient donc avoir un caractère illicite par elles-mêmes.

Mais cependant, les offres de vente pourraient dans certains cas rentrer dans la définition du second moyen frauduleux qualifié de l'article 419 du Code pénal. Ce nouveau moyen, ajouté par la loi de 1926, vise précisément, d'après les termes du projet Colrat, une répression meilleure des « coups de bourse ». Mais, les travaux préparatoires ne s'expliquent pas d'une manière très précise sur ce qu'il faut entendre par l'expression « coups de bourse ».

Que signifie la formule : « offres jetées sur le marché à dessein de troubler les cours », formule qui sert à définir le deuxième moyen frauduleux qualifié de l'article 419 du Code pénal?

S'agit-il à la fois des offres de vente et des offres d'achat, ou bien seulement des offres de vente? Au cours des travaux préparatoires, il a bien été déclaré à un certain moment que ce moyen devait viser les offres de vente et les offres d'achat. Cependant, c'est dans le sens de la solution restrictive que la plupart des auteurs se prononcent¹.

Il convient d'observer en effet que la loi de 1926 est restée très longtemps sur le chantier. Le texte qui a été finalement établi se présente comme un instrument de transaction entre les différents intérêts qui se sont affrontés, et aussi entre deux écoles économiques : la doctrine libérale et la doctrine interventionniste. En dépit de ces tendances contradictoires, qui expliquent la rédaction laborieuse de ce texte, l'article 419 est incontestablement inspiré de la théorie de la loi de l'offre et de la demande.

La loi de l'offre et de la demande y figure en propres termes. Malheureusement, on a renoncé à en donner une définition légale. Il faut par suite se demander ce qu'on entend généralement en économie politique par les mots « offre » et « demande ».

Dans la terminologie économique, le mot « offre » est habituellement réservé au fait, par les détenteurs d'une chose négociable, de l'offrir sur le marché, c'est-à-dire d'exprimer publiquement leur volonté de s'en défaire à un certain prix.

Quant au mot « demande », il désigne le fait par ceux qui

1. En ce sens, Mazeaud, *Le délit d'altération des prix*; Toulemon, *La spéculation illicite*; François-Marsal, *Encyclopédie de banque et de bourse*.

sont désireux de se procurer un objet à un certain prix de manifester publiquement leur intention sur le marché.

En un mot, la volonté de vendre se manifeste par l'offre, et la volonté d'achat par la demande.

Or, le second moyen de l'article 419 ne parle pas des demandes ; il ne mentionne expressément que les offres. Il vise donc uniquement une offre de vente, ayant pour objet immédiat de provoquer une dépréciation des cours. C'est d'ailleurs la seule solution possible si l'on compare la rédaction du deuxième moyen avec celle du troisième qui, ne parlant que des « suroffres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes », ne réprime évidemment que des offres d'achat. Si le deuxième moyen visait aussi les offres d'achat, il ferait double emploi avec le troisième, et le texte perdrait le caractère symétrique qui existe dans la rédaction de ces deux moyens qualifiés.

Il faut noter que le texte ici comporte seulement le mot « cours », alors que dans tout le reste de l'article 419 du Code pénal, c'est le mot « prix » qui est employé. Ce détail indique bien la volonté du législateur de prévenir, par ce moyen qualifié, les abus de la spéculation financière. Cette partie de l'article 419 du Code pénal est d'une interprétation très délicate, et en conséquence il sera nécessaire d'établir l'existence d'un *dolus specialis*, c'est-à-dire l'intention de se servir de la fraude, en plus du *dolus generalis*, qui est l'intention d'altérer artificiellement les cours pour que le délit soit caractérisé.

La jurisprudence n'a pas encore eu lieu de se prononcer sur l'interprétation à donner à cette partie du nouveau texte. Selon M. Mazeaud, commentant l'arrêt de la Cour de Grenoble¹, il aurait été possible dans l'affaire de

1. D. P. 1931.2.97.

la Société des Forces Motrices du Vercors, de considérer les ventes de parts de fondateur, sur lesquelles on avait sciemment omis de reporter la clause de rachat, comme des « offres jetées sur le marché à dessein de troubler les cours ». Mais les cours ne pouvaient pas, postérieurement à l'introduction, être troublés par la dissimulation de la clause de rachat, puisque cette dissimulation existait au moment de l'introduction. Or, comme nous l'avons déjà indiqué, la détermination du cours d'introduction est en dehors de l'application de l'article 419, et cette espèce relève plutôt de l'escroquerie que de l'altération artificielle des cours.

Il est possible qu'en effectuant des offres de vente, c'est encore une hausse que le spéculateur veuille atteindre.

Ainsi qu'on l'a fait remarquer au cours des travaux préparatoires, les offres de vente servent souvent à préparer une hausse qui ne manquera pas de se produire à la suite d'une baisse excessive du cours des titres.

Les rédacteurs de la loi semblent donc avoir eu en vue de réprimer la pratique connue sous le nom d'*underselling*.

Le mot « *underselling* » signifie *vendre à meilleur marché*. L'*underselling*, c'est l'acte inverse de la surenchère, ou plus exactement, pour employer un terme qui se trouve dans la loi de 1926, de la *suroffre*.

L'*underselling* consiste, par des ventes massives, tout au moins en apparence, à provoquer d'abord un « recul », une baisse de courte durée. Puis, quand la chute des cours est suffisante pour éliminer toute concurrence, on détermine la hausse par des achats, au comptant, surtout, des titres « flottants ».

Il est évident que ces offres massives sur le marché sont susceptibles de troubler artificiellement les cours.

Mais toutes les offres de ventes ne sauraient être délic-

tueuses, toutes les offres de ventes, même massives, même quand elles ont pour effet de jeter sur le marché des titres que les autres spéculateurs ou capitalistes ne peuvent acquérir, ne sauraient *a priori* être considérées comme constituant le second moyen qualifié de l'article 419 du Code pénal.

En effet, le gros capitaliste ou même le gros spéculateur qui, prévoyant un mouvement de baisse, effectue des ventes massives, n'a légalement aucun autre moyen d'écouler rapidement de grandes quantités de titres. On ne saurait lui faire grief de vouloir éviter une perte qu'il considère comme certaine.

A ce point de vue, l'article 419 du Code pénal est beaucoup plus difficilement applicable au spéculateur à la baisse qu'au spéculateur à la hausse. Le spéculateur qui, prévoyant une hausse, opère par des achats répétés une raréfaction du titre, agit dans un but purement spéculatif. Son opération ne peut ordinairement s'expliquer que par le désir de se procurer un profit.

Au contraire, le spéculateur ou le capitaliste qui, alarmé par la prévision d'une baisse certaine, se hâte de se débarrasser des grandes quantités de titres dont il est actuellement détenteur cherche avant tout à éviter une perte.

Le *dolus specialis*, dans ce cas, sera malaisé à établir. Comment pourra-t-on, en effet, prouver que ce spéculateur voulait, non pas éviter une perte, mais réaliser la saturation du marché?

Même si les titres avaient été concentrés par cet opérateur uniquement dans un but de spéculation, il n'avait nullement l'obligation de supporter les effets de la baisse prévue postérieurement par lui.

La vente massive ne pourrait devenir délictueuse que

si, au moment où cette opération est commencée, aucun indice de baisse ne se manifestait, si la saturation du marché était voulue réellement par le vendeur des titres. Il faudrait donc que l'intention de troubler les cours résulte de la présence d'une série de manœuvres, et que la baisse des cours soit la conséquence d'une machination véritable.

Il peut se faire, par exemple, que des ventes soient effectuées à la veille d'une liquidation, dans le but d'obliger les spéculateurs à la hausse à se liquider dans de mauvaises conditions, puisque le nombre des titres « flottants » deviendrait beaucoup plus grand.

Cette manœuvre permet aux vendeurs à découvert, en rachetant les titres à bas prix, de liquider leurs engagements sans réagir à leur détriment sur les cours, et en réalisant ainsi des profits énormes.

On se trouve alors en présence de la manœuvre dite d'*écrasement du marché*, qui correspond, pour la spéculation à la baisse, à ce qu'est l'*étranglement du découvert* pour la spéculation à la hausse.

Mais, jusqu'à présent, les tribunaux, pas plus que sur l'agissement inverse, n'ont eu encore à se prononcer sur cette manœuvre.

En dehors de ce cas, le délit d'altération des cours dans le sens de la baisse sera très difficilement caractérisé. Si un syndicat à la baisse ou un opérateur quelconque vend des titres à terme et, au moment de la liquidation, exécute avec perte, et malgré des pertes réitérées, continue à pratiquer des ventes à terme, on ne peut pas dire que ces faits considérés en eux-mêmes puissent être réputés délictueux. La même solution s'impose quand un spéculateur se fait reporter de liquidation en liquidation.

Certes, l'article 419 du Code pénal permet, en principe, en outre des cas possibles d'application du second moyen frauduleux, de réprimer les autres abus qu'ils soient ou non de nature frauduleuse de la spéculation à la baisse.

Mais il ne faut pas perdre de vue que le rôle des vendeurs à terme est souvent considéré à tort comme économiquement moins utile que celui des acheteurs à terme. Or, la vente à découvert, effectuée normalement, quand on s'attend à un mouvement de baisse, constitue un acte régulateur au même titre que l'achat opéré en vue de la revente, en prévision de la hausse.

Les ventes à terme, effectuées par des opérateurs qui, s'attendant à une réaction, veulent écouler promptement leur stock de titres, n'est donc pas sans utilité économique. Ces ventes ne sont qu'une application de la théorie de la loi de l'offre et de la demande, et la saturation du marché qui peut résulter de ces ventes est *naturelle*.

Ne peut-on pas admettre que certains cas de saturation même *artificielle* ne soient exempts d'éléments délictueux? Cette question peut se poser à l'occasion de ventes de titres opérées en vue de modérer une hausse prématurée ou exagérée.

Si l'on admet que le soutien des cours, de la part d'une société ou d'un syndicat de bourse, est légitime lorsque le titre est injustement déprécié, il faut bien admettre également que, dans certains cas, il soit nécessaire d'opérer dans le sens de la baisse. En effet, si au cours d'une opération de valorisation du titre, un sursaut trop soudain de hausse se produit, l'intensité de ce mouvement pourra légitimement inquiéter les syndicaux. Comment leur reprocherait-on de pratiquer alors la revente d'une certaine quantité de titres? La vente massive, opérée sur le marché

d'une valeur quelconque, même longtemps après l'introduction, se justifie lorsqu'il s'agit de modérer le mouvement ascensionnel et trop artificiel des cours, de jeter du lest afin d'éviter que la loi de l'offre et de la demande ne soit faussée.

Par contre, si des spéculateurs faisaient systématiquement baisser un titre au-dessous de sa valeur intrinsèque pour acheter de grandes quantités de ce titre pendant la période de dépression injustement provoquée par eux, et les revendre par la suite, il y aurait là un ensemble d'agissements illicites.

Ce qui reste donc délictueux, c'est le fait de chercher à provoquer un mouvement de baisse sur le marché d'un titre d'une société prospère, sans autre raison que la poursuite d'un gain.

§ 4. *Intensification du marché.*

On peut dire qu'il y a intensification du marché d'un titre, lorsque la situation de ce titre est le reflet de spéculations à la hausse et à la baisse combinées.

L'action des spéculateurs sur le marché ne s'exerce pas toujours dans un seul sens. Elle peut se traduire non seulement par une augmentation ou une diminution du volume des titres « flottants », mais aussi par une accélération ou un ralentissement du volume des négociations. La spéculation à la hausse *ou* à la baisse réagit sur le marché en surface, elle diminue ou augmente le nombre des titres négociables. Au contraire, à la suite de la spéculation à la hausse *et* à la baisse, le marché subit une action en profondeur : c'est le nombre des titres négociés qui se trouve alors modifié.

Le même spéculateur peut opérer à la fois dans le sens de la hausse et dans le sens de la baisse. Cette pratique

n'a rien d'anormal : elle permet au spéculateur de limiter ses risques. D'où l'existence des combinaisons complexes fondées sur l'échelle des primes, et dont les modalités varient presque à l'infini.

Mais si ces opérations d'achat et de vente, au lieu de constituer une combinaison complexe, se font toujours simultanément, mais cette fois séparément, la question de leur licéité peut se poser. Que faudra-t-il décider quand les opérations d'achat et de vente d'un même titre seront effectués en même temps sans qu'aucune relation ne soit établie entre elles, sans qu'elles se conditionnent réciproquement ?

Il arrive que pour lancer une valeur, une banque ou un syndicat s'apprête à créer un grand mouvement de transactions sur cette valeur. A cet effet, la banque ou le syndicat va procéder en même temps à des achats et à des ventes.

C'est donc surtout dans les premiers temps qui suivent l'introduction que l'on assiste à ces mouvements factices de transactions. Mais ces mouvements peuvent être provoqués à d'autres moments, et si l'on admet la licéité de cette pratique à l'introduction, il faudra bien l'admettre aussi, quoique avec beaucoup plus de circonspection, lorsqu'il s'agira d'un titre qui est depuis longtemps introduit.

En effet, une affaire peut avoir été insuffisamment lancée, au moment de l'introduction des actions sociales sur le marché. Les conditions politiques, financières et économiques peuvent avoir été défavorables à cette époque, les moyens de publicité dont disposaient les introducteurs peuvent avoir été peu efficaces. En un mot, on peut se trouver en face d'un titre méconnu, d'un titre dont

le cours n'est pas en rapport avec la prospérité actuelle, ou les possibilités, dans un avenir prochain, de la société. C'est le rôle d'un syndicat de défense d'attirer, à l'aide de moyens adéquats l'attention des spéculateurs, et même des capitalistes sur le titre à soutenir.

Or, c'est par le nombre des négociations enregistrées à la cote que l'on peut apprécier l'importance de la position de place d'un titre déterminé.

En mettant à profit cette constatation psychologique, les banquiers ou les syndicataires chargés de soutenir les cours, vont donc essayer de donner à la foule des spéculateurs et des capitalistes, avec l'illusion d'assister à un grand mouvement d'affaires, la confiance indispensable pour déterminer des achats de leur part.

Pour mener à bien une opération de ce genre¹, il est nécessaire que les opérateurs s'assurent d'abord la neutralité ou le concours des banques concurrentes. Celles-ci pourraient en effet, à l'aide d'opérations contraires d'achat et de vente, contrecarrer leurs dispositions, et faire échouer l'intervention entreprise dans le but d'intensifier le marché.

En pratique le rôle de la banque ou du syndicat consiste à donner à un ou deux agents de change l'ordre de vente, et à quarante ou cinquante l'ordre d'achat. De cette façon, les vendeurs sembleront être beaucoup moins nombreux que les acheteurs, alors qu'en fait, le nombre des titres vendus et celui des titres achetés sera identique, puisque le vendeur et l'acheteur ne sont autres que le syndicat ou la banque.

Il va de soi qu'un mouvement d'affaires de cette sorte, lorsqu'il est entrepris, à l'aide d'une quantité considérable

1. Cf. Courcelle-Seneuil, *Les opérations de banque*, p. 34 et s.

de valeurs peut avoir pour effet d'influer énergiquement sur les dispositions des capitalistes et des spéculateurs.

Pour savoir si cette pratique est licite, on se trouvera la plupart du temps devant la nécessité de solutions d'espèce.

En traitant de l'introduction sur le marché, nous avons dit que c'est le rôle normal du banquier ou du syndicat de s'appliquer à faciliter sur les valeurs introduites par lui sur le marché un courant d'affaires qui permettra le fonctionnement naturel du jeu de l'offre et de la demande. Est-ce à dire que l'introducteur pourra susciter, au moins au début, ce courant d'affaires par quelques négociations factices ? En tous les cas, l'introducteur devra agir avec prudence, car si ce procédé d'intensification du marché peut être considéré comme licite, il perdrait ce caractère s'il était employé, selon les termes d'un jugement du Tribunal de la Seine du 27 avril 1932¹, autrement que pour « amorcer » le courant d'affaires.

Cette solution qui a été donnée dans un cas d'espèce, où les procédés d'intensification avaient été employés pendant quelques mois après l'introduction, serait *a fortiori* applicable, si le même cas se présentait très longtemps après l'introduction.

Dans cette dernière hypothèse l'emploi d'un procédé de serre chaude comme celui-ci, pourrait à la vérité se comprendre, si un syndicat de défense désirait faire accorder à un titre le cours que ce syndicat pourrait prétendre sans exagération lui faire atteindre.

Mais lorsque c'est exclusivement en vue d'une fin spéculative, que l'opérateur prend à la fois position à la hausse

1. *Op. cit.*

et à la baisse, cette combinaison de deux opérations opposées est-elle encore licite ?

Il faut bien admettre en principe, que cette combinaison est licite, car bien qu'elle se réduise à deux opérations contraires et simultanées, mais *indépendantes* d'achat et de vente, elle n'est pas spécifiquement différente de toutes les opérations à option constituant des combinaisons complexes et solidaires, dites à cheval, dont la légalité ne saurait être discutée, puisqu'elles se pratiquent tous les jours sur le marché financier.

Ce qui est susceptible de devenir illicite, ce n'est pas tant le procédé employé pour intensifier le marché, que la recherche d'une ambiance que l'on veut créer propice à l'achat des titres.

A ce point de vue, il est admis dans l'usage du commerce, qu'une certaine part d'exagération n'est pas délictueuse.

Il faut bien reconnaître ici aussi la possibilité d'un *dolus bonus*.

Cependant, le fait d'acheter et de vendre en même temps des titres a été considéré, par le jugement mentionné plus haut du Tribunal de la Seine, comme constituant une action sur le marché en vue d'un gain qui n'était pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande.

« Ces opérations, dit le jugement, n'avaient pas seulement pour effet d'amorcer les transactions sur des titres sans surface, mais de permettre l'ascension des cours pendant trois mois. » Ces achats et ces ventes simultanées ne pouvaient se justifier, parce que ces opérations portaient sur des titres sans valeur intrinsèque et ne pouvant autoriser certaines anticipations.

L'opération serait sans doute légitime si l'affaire à lancer présentait des garanties sérieuses d'avenir et de solidité.

§ 5. *Allération négative et régularité du marché.*

Après avoir examiné le procédé qui tend à déterminer un grand mouvement d'affaires sur le marché, il y a lieu en envisageant la situation contraire, de se demander de quelle façon l'on peut arriver à modérer l'intensité des transactions auxquelles une valeur mobilière donne lieu. En d'autres termes, comment peut-on ralentir le nombre des négociations s'effectuant sur une valeur quelconque ? En vérité, il s'agit, non plus d'une action positive, mais bien d'une action négative sur le marché des titres.

1^o On peut d'abord considérer qu'il y a *allération négative des cours* toutes les fois qu'un ensemble de transactions portant sur un même titre est soustrait au marché public, ou au libre jeu de l'offre et de la demande.

On peut se demander si l'agissement du banquier contre-partiste, c'est-à-dire du banquier qui s'abstient de porter les ordres de bourse donnés par ses clients sur le marché effectif, à la bourse, et assure lui-même la contre-partie, n'est pas susceptible d'être considéré comme pouvant relever dans une certaine mesure de l'article 419.

Il ne faut pas supposer évidemment le cas d'un titre qui se négocie hors cote. Mais dans le cas d'un titre coté en bourse, si la contre-partie clandestine constitue bien une transaction, la trace de cet échange ne figure nullement à la cote.

L'activité du banquier contre-partiste n'influence pas les cours : on ne peut donc pas dire *stricto sensu* qu'elle équivaut à une altération. Mais les cours n'en sont pas moins rendus artificiels dans une certaine mesure par l'absence de cotations. Le banquier contre-partiste n'altère

peut-être pas les cours, mais il les influence négativement et artificiellement.

En effet, alors même que le client du banquier en chambre le chargerait d'acheter de grandes quantités d'un titre, ce spéculateur ne parviendrait pas à accentuer la hausse d'un seul point.

En n'exécutant pas les ordres de ses clients, le banquier en chambre commet vis-à-vis d'eux une escroquerie, mais il est indéniable que cette spéculation clandestine a aussi une répercussion indirecte sur les cours.

Avec de telles pratiques, l'intérêt économique de la spéculation disparaît, car, dès que les opérations spéculatives échappent au libre fonctionnement de la loi de l'offre et de la demande, la spéculation perd son rôle de régulateur du marché financier.

Les transactions opérées par le banquier contre-partiste constituent un marché fermé. Mais les marchés fermés, n'ont pas toujours un caractère délictueux. En ce qui concerne notamment le marché hors cote, c'est-à-dire le marché des titres non cotés au Parquet ou en Coullisse, il n'y a pas altération des cours, puisqu'il n'y a pas réellement de cours. A la vérité, la valeur d'échange des titres négociés hors cote peut bien être indiquée sur des feuilles financières, mais il ne s'agit pas là techniquement d'une cotation.

Au contraire, les pratiques inhérentes aux marchés « fermés » peuvent dans de très nombreux cas, tomber sous le coup de l'article 419. En effet, la spéculation occulte peut donner lieu à des fraudes, telles que la cotation fictive qui, tout en restant constitutive de l'escroquerie, n'en influe pas moins sur les cours. Cette action sur les cours est cette fois positive, et non plus négative. Il arrive en effet que des cours qui n'ont pas été pratiqués émanent

fréquemment de maisons de contre-partie. C'est ainsi que les banquiers au tableau peuvent communiquer à certaines feuilles financières des cours mensongers qu'ils dictent à leur gré, puisqu'ils canalisent les offres et les demandes. Ils pratiquent très souvent la cotation en dents de scie pour abuser le public sur l'existence des mouvements de hausse ou de baisse.

D'une manière générale, on peut dire que lorsque une opération irrégulière n'agit pas directement sur les cours, elle a presque toujours pour effet d'opérer sur eux une altération au moins négative. Il en est ainsi par exemple de l'opération du comptant à découvert ou différé dans laquelle l'acheteur du titre ne le paie pas et n'en reçoit pas livraison immédiatement mais supporte néanmoins la baisse possible et profite de la hausse éventuelle.

En principe, le marché boursier est un marché ouvert, dont les cotations peuvent être publiquement contrôlées. Mais cependant, le marché officiel lui-même n'est pas exempt de cas de cotations fictives. En effet, quand les cours n'ont pas lieu à la crie, c'est-à-dire s'ils ne sont pas annoncés publiquement et à haute voix, ce qui se produit très souvent au Parquet, surtout pour certaines opérations au comptant, rien n'empêche une cotation inexacte.

2° *Intervention sur le marché en vue de sa régularisation.* Lorsque la loi de l'offre et de la demande ne fonctionne plus régulièrement, le fait de chercher à rendre au marché son caractère normal ne saurait constituer le délit d'altération des cours. Cette intervention sera d'autant plus facile à légitimer qu'elle visera moins la recherche spéculative d'un profit que le rétablissement rapide de conditions normales à la Bourse.

L'existence de l'article 419 du Code pénal, ne peut donc pas faire obstacle à l'exercice du pouvoir réglementaire qui est dévolu à certains organismes financiers, tels que les Chambres syndicales d'agents de change ou de banquiers en valeurs. Cette solution a été consacrée par un arrêt récent¹. On sait que la Chambre syndicale de la Coullisse tient du règlement du Syndicat des banquiers en valeurs le droit de prononcer la suppression d'une valeur sur la cote et d'une manière générale de veiller à la régularité du marché. Or, à la suite de bruits circulant en Bourse sur la prochaine déconfiture d'une banque importante, il s'était produit sur les valeurs appartenant au groupe de cette banque, un afflux de ventes à découvert qui ne trouvaient pas d'offres d'achat en contre-partie.

Par suite, toute cotation régulière c'est-à-dire opérée sous le signe de l'offre et de la demande devenait impossible.

L'intervention de la Chambre syndicale ne pouvait donc pas à ce moment altérer des cours qui étaient déjà artificiels. La Chambre des mises en accusation a décidé, au contraire, que puisque des cours réguliers ne pouvaient plus s'établir, les dirigeants de la Coullisse avaient pu à juste raison suspendre la cotation d'une valeur de ce groupe.

Au surplus, pour assurer l'égalité entre les opérateurs, le Syndicat des Banquiers en Valeurs a même pu légalement annuler les transactions déjà effectuées depuis le début de la séance le jour où est intervenue la décision de suspension.

L'article 419 du Code pénal est donc inapplicable aux interventions ayant en vue la régularité des tractations.

1. Paris, Chambre des mises en accusation, 3 juin 1932, *D. F.*, p. 187.

§ 6. *Défense de la cote et spéculation illicite.*

On peut tirer deux conséquences certaines des développements qui précèdent.

La première, c'est que le fait de provoquer une raréfaction, une saturation ou une intensification du marché d'un titre, n'a en soi rien d'illicite.

La seconde, c'est que le fait de profiter de la raréfaction, de la saturation ou de l'intensification du marché d'un titre n'est pas non plus délictueux en soi. On ne peut reprocher à un spéculateur, qui connaît la situation de place, c'est-à-dire l'importance des achats et des ventes, de vouloir en tirer pratiquement parti. La spéculation ne se limite pas à un acte abstrait de prévision, elle doit se traduire par une application pratique sur le marché boursier.

Ces deux opérations considérées séparément sont licites en soi, mais si l'une est provoquée en vue de réaliser l'autre, c'est alors que l'on pourra découvrir dans leur combinaison des éléments de fraude.

On a vu, en examinant les cas d'écrasement et d'étranglement du marché que certains spéculateurs peuvent écouler ou acquérir de grosses quantités de titres sur le marché sans provoquer à leur détriment une baisse ou une hausse.

En commençant par vendre à terme plus de titres qu'ils n'en veulent écouler, ils déterminent une saturation du marché qui leur permet d'effectuer à bon compte des achats. Ces achats en vue de la livraison à la liquidation créent une hausse dont les opérateurs vont profiter pour effectuer une vente définitive de leurs titres. De même, par la manœuvre inverse, ils peuvent acheter de gros paquets de titres sans subir la hausse.

Ces deux combinaisons, généralement considérées comme des cas d'agiotage, comprennent donc des mouvements successifs de hausse et de baisse.

Mais, on ne peut assimiler à ces hypothèses, où les opérations boursières sont employées d'une manière anormale, dans un but de lucre exclusif, les cas où ces opérations sont employées par une société ou un syndicat de résistance dans un but de défense de la cote d'un titre injustement déprécié.

CHAPITRE III

LA PUBLICITE FINANCIERE ET L'ARTICLE 419 DU CODE PENAL

Les abus de la publicité financière, relativement du moins à la spéculation sur les effets privés, ne sont susceptibles d'être réprimés en vertu de l'article 419 du Code pénal que depuis la réforme de 1926.

C'est pourquoi, l'étude de la publicité financière au regard de l'article 419 du Code pénal trouve sa place dans cette deuxième partie, consacrée surtout à l'extension de l'article 419 du Code pénal aux valeurs des sociétés commerciales et industrielles.

§ 1. *Publicité financière et publicité légale.*

La loi du 30 janvier 1907 a organisé une publicité pour tout ce qui concerne l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction des valeurs mobilières. Il va de soi que cette publicité, instituée par la loi est tout à fait en dehors du cadre de notre étude. En effet, si les prescriptions rendues obligatoires par cette loi ne sont pas observées, des dispositions de la même loi prévoient des sanctions pénales. On pourrait d'ailleurs concevoir au moins théoriquement des cas où la non-observation de ces prescriptions auraient contribué à déterminer une altération artificielle des cours, et ainsi l'article 419 pourrait à la

rigueur servir subsidiairement ou indirectement à sanctionner l'omission des formalités de la publicité légale. Mais la publicité légale ne peut suffire à faire connaître un titre. La publicité légale n'a rien de commun avec la réclame financière.

§ 2. *Définition et organes de la publicité financière.*

La publicité est à la fois un moyen indépendant d'agir sur les cours et le complément inévitable des autres procédés. Elle est l'accessoire presque indispensable de toute opération financière de quelque envergure. S'il s'agit d'introduire une valeur sur le marché, il est nécessaire d'informer le public, d'intéresser les capitalistes, et de rendre l'opinion favorable au succès du lancement. La publicité peut faciliter également une augmentation quelconque de capital. La publicité se révèle aussi comme un moyen à la fois efficace et nécessaire pour le syndicat ou la société qui entreprend d'assurer le soutien des cours d'un titre.

A l'origine de tout mouvement de hausse ou de baisse, on peut dire qu'il y a une nouvelle qui tantôt sème l'inquiétude, tantôt répand l'espoir, qui toujours impressionne le marché dans le sens de la baisse ou de la hausse, qui modifie ou accentue la tendance générale.

La publicité financière doit s'entendre dans une signification très large. Elle peut se définir comme étant une annonce au public, effectuée sous des formes multiples, dans le but de provoquer des opérations d'achat ou de vente sur une certaine valeur. Elle comprend tous les actes destinés à faire connaître au public une nouvelle susceptible d'influencer le marché.

Cette définition exclut les faux bruits qui peuvent provoquer une panique boursière, mais dont la responsabi-

lité ne peut être attribuée qu'à l'extrême sensibilité du monde financier¹.

Tous les procédés de la publicité en général peuvent s'appliquer à la publicité financière. C'est dire que celle-ci peut se manifester sous les formes les plus variées.

Si l'on désire limiter la diffusion publicitaire au monde de la finance, on se contentera d'ordinaire de répandre des propos précis ou des bruits plus vagues à l'aide de simples conversations particulières. On s'accorde à reconnaître que les propos oraux constituent l'un des moyens les plus efficaces dans la préparation psychologique des conditions du marché. Parmi les procédés oraux employés en dehors des locaux de la Bourse, il faut signaler les conférences organisées pour lancer une affaire, et à une autre phase du lancement pour toucher la clientèle l'activité des démarcheurs.

Dans cette énumération des moyens et des facteurs qui peuvent influencer l'opinion, il convient aussi de mentionner le rôle des agences de renseignements. De ces agences quelquefois sérieuses et des officines plus ou moins véreuses qui s'engagent à donner sur leurs abonnés des indications élogieuses, émanent les renseignements les plus divers.

Le recours à la publicité écrite sera nécessaire généralement si l'on désire atteindre la foule des spéculateurs et des capitalistes ou des épargnants. On peut classer sous la rubrique du procédé écrit, à la fois les lettres confidentielles, les dépêches, les affiches, les circulaires. On peut comprendre enfin sous cette dénomination les prospectus de toute sorte.

1. Cf. A. Courtois, *Etude de l'agiotage*, p. 9.

Mais la vraie source de diffusion des nouvelles, qu'elles soient vraies ou fausses, est par excellence en matière financière, comme dans tous les autres domaines, le journal. Le véritable organe de la publicité financière, c'est incontestablement la presse. Et quand on parle de la publicité financière *stricto sensu*, c'est exclusivement la publicité par la voie de la presse que l'on envisage.

A ce point de vue, il est encore nécessaire d'établir quelques distinctions. La publicité peut se manifester sous la forme d'insertions dans les grands quotidiens ou dans la presse financière. Elle peut aussi se dissimuler sous la forme d'articles dans les feuilles financières. Quant aux grands quotidiens, leur bulletin financier est le plus souvent affermé à un entrepreneur de publicité. Il faut enfin signaler le procédé classique de certains journaux financiers qui consiste à faire des annonces par voie de réponses à des questions de lecteurs imaginaires.

§ 3. *Le mécanisme de la publicité par la voie de la presse.*

Le banquier ou le syndicat désireux d'assurer une large publicité autour d'un titre à introduire ou à soutenir sur le marché va s'adresser soit à des journaux, soit à des entreprises ou agences de publicité.

Très souvent en effet les journaux concèdent à un tiers, dit fermier d'annonces, moyennant une somme forfaitaire, le droit d'exploiter dans leurs colonnes, les annonces concernant la publicité financière. Parfois le journal a droit à un pourcentage sur les bénéfices du fermier.

Quant à la rémunération de l'entrepreneur de publicité, elle consiste ordinairement dans des options sur des paquets de titres.

Il peut se faire d'ailleurs que les personnes chargées

de faire connaître la valeur au public à l'aide des procédés appropriés soient membres du syndicat introducteur ou du syndicat de résistance.

Si c'est un intermédiaire qui est chargé d'effectuer la publicité, il est intéressé en raison des options dont il dispose au succès au moins provisoire de l'opération, car dès que la hausse est produite, il s'empresse fréquemment de vendre ses titres.

L'option qui est consentie aux distributeurs de publicité est souvent faite à des prix légèrement inférieurs au cours d'introduction. Dans ce cas, le publicateur a intérêt à vendre le titre dès le moment où l'option lui est consentie. C'est pourquoi, toutes les options ne sont pas faites au même prix. Il y a des combinaisons très variées. Au lieu d'offrir aux distributeurs de publicité une somme déterminée, on propose des options aux journaux.

Si le titre est introduit, à un certain prix en bourse, on offre aux directeurs des journaux la faculté d'acheter un certain nombre de titres trois mois après à un cours supérieur. Il s'agit en somme d'une promesse de vente à terme. Le bénéficiaire de l'option est libre d'en bénéficier ou de ne pas s'en servir. Dans tous les cas, il ne court aucun risque.

§ 4. *Publicité d'une nouvelle mensongère.*

Il s'agit ici de l'annonce mensongère d'un fait faux ou inexistant.

Dans le cas d'une nouvelle mensongère tous les éléments du délit peuvent résider dans le seul fait de la publication intentionnelle. La publicité peut, dans cette hypothèse, suffire à constituer la première manœuvre frauduleuse prévue par l'article 419 du Code pénal, sous la qualifi-

cation de « faits faux ou calomnieux semés sciemment dans le public ».

Ce moyen frauduleux exige, ainsi que l'indique M. Hugueney¹ la réunion à la fois « du dol ordinaire, du *dolus generalis*, de l'intention délictueuse *large sensu* », et de « ce dol suraigu qui englobe dans l'intention le motif spécial qui l'éclaire, et que traditionnellement les criminalistes ont nommé *dolus specialis* ».

Quoiqu'on se trouve ici en présence du cas le plus simple où la publicité financière est répréhensible, la recherche des éléments délictueux est cependant rendue très délicate par la nécessité d'établir l'existence de ce *dolus specialis*.

Si une agence publie par exemple dans un but de dénigrement politique une nouvelle fautive concernant la situation intérieure d'un état producteur de pétrole, il peut se faire que les cours des valeurs pétrolières en subissent le contre-coup. Mais l'article 419 exigeant un *dolus specialis* pourrait-il s'appliquer? L'intention de l'agence était de nuire en général, et il sera pratiquement impossible de démontrer que cette fautive information a été diffusée dans le but voulu de provoquer la hausse ou la baisse de certaines valeurs.

A la vérité, on pourrait se trouver dans cette hypothèse en présence d'un cas d'altération frauduleuse et non lucrative des cours.

Une publicité mensongère ne vise pas nécessairement la satisfaction d'intérêts économiques ; c'est le cas dont nous avons déjà parlé des faux bruits répandus à la Bourse, dans le but d'influer sur le cours de la rente, et de déterminer d'une manière indirecte la chute du ministère.

1. Commentaire de la loi de 1926. Lois nouvelles 1927.1.67.

Pour que l'article 419 du Code pénal soit applicable, il est donc nécessaire que celui qui a propagé la fausse nouvelle l'ait fait non seulement en sachant qu'elle était fausse, mais encore dans le but d'altérer les cours. L'article 419 du Code pénal ne permet d'atteindre ainsi que les « affirmations incontestablement fausses et mensongères¹ ».

Comme exemple de faux bruits, de ces nouvelles « incontestablement fausses et mensongères », on peut citer la nouvelle classique créée de toutes pièces des révolutions d'Haïti qui, il y a un certain nombre d'années, revenait périodiquement. Pour choisir un cas plus pratique, l'annonce mensongère par une banque du succès d'une opération boursière constitue bien un fait faux au sens de l'article 419 du Code pénal.

La grande difficulté en cette matière réside dans la distinction de la publicité mensongère qui est punissable et de la publicité simplement laudative qui ne peut jamais être répréhensible.

Au temps où l'article 419 du Code pénal ne s'appliquait pas encore aux effets privés, la jurisprudence décidait que la publicité même sciemment mensongère ne pouvait, en principe, être réprimée en vertu de l'article 405 du Code pénal. Mais si les administrateurs d'une société ou d'une banque, ayant passé des traités avec des agences ou des journaux, faisaient publier par ceux-ci, sans que rien ne révélât leurs attaches au public, des articles mensongers dans le but de créer une hausse ou une baisse sur le marché financier, il y avait lieu à application de l'article 405 du Code pénal².

1. Seine, 11 juillet 1932, *op. cit.*

2. Lyon, 12 mars 1885. Cass. crim., 28 mai 1887; Paris, 2 août 1888, *op. cit.*

Aujourd'hui, la publicité mensongère serait illicite au sens du nouvel article 419 du Code pénal, sans qu'il y ait lieu de rechercher s'il y a intervention d'un tiers, agence ou journal.

Mais la publicité en elle-même ne peut être considérée comme un moyen frauduleux quand elle se borne à répandre des articles louangeurs ou des nouvelles tendancieuses suivant « l'usage bien connu de certaine presse financière trop stipendiée¹ ».

§ 5. *Publicité d'une nouvelle tendancieuse.*

Il y a lieu d'examiner maintenant le cas de l'*interprétation tendancieuse d'un fait vrai, mais faussé*.

A ce point de vue, il convient de distinguer selon que le fait est dénaturé intentionnellement ou non.

Dans le premier cas, le fait défiguré peut être, par exemple, le fait calomnieux que l'article 419 du Code pénal assimile au fait faux. C'est ainsi que la publicité donnée à un bruit diffamatoire pourrait incontestablement tomber, le cas échéant, sous le coup de ce texte.

Ici encore, la publicité pourrait suffire à elle seule à caractériser l'infraction, à la condition qu'on puisse établir à la fois l'intention de dénaturer le fait rapporté et l'intention d'altérer artificiellement les cours.

Au contraire, dans le second cas, le fait propagé est seulement mal présenté au public. Mais l'erreur même grossière ne saurait être répréhensible, car alors le *dolus generalis*, et *a fortiori* le *dolus specialis* font défaut.

Mais entre le fait sciemment dénaturé et le fait erroné, il y a place pour toute la catégorie des cas d'espèce dont les

1. Seine, 11 juillet 1932, *D. F.*, *op. cit.*

caractères sont beaucoup moins tranchés, et pour lesquels la recherche de l'intention délictueuse sera fort délicate.

D'une manière générale, on peut dire avec M. Mazeaud que c'est la publication d'un fait faux qui est punie, et non l'appréciation fausse d'un fait exact¹.

Une certaine exagération est licite dans tout ce qui participe de près ou de loin de la nature du commerce. Il en est ainsi, pour reprendre les termes de l'arrêt de la Cour de Paris du 2 août 1888, dans l'affaire du Crédit Général Français, tant que les articles ne « dépassent pas la limite des affirmations aventureuses qu'on rencontre trop souvent dans les prospectus commerciaux ». C'est aux tribunaux, en définitive, qu'il appartient d'apprécier dans quelle mesure la publication a déformé le fait publié.

Une question délicate se pose en ce qui concerne les prévisions et les pronostics. A partir de quel moment l'optimisme ou le pessimisme d'une société, d'une banque ou d'un syndicat peuvent-ils être considérés comme juridiquement injustifiés ?

Personne ne contestera, par exemple, qu'il est excusable pour les dirigeants d'une compagnie minière d'exagérer la richesse d'un nouveau filon qu'on vient de découvrir et de chercher à communiquer leur enthousiasme à l'opinion, par la voie de la presse.

Mais si une société adopte une attitude systématiquement figée dans l'espérance de bénéfices que rien ne fait espérer et qui ne se réaliseront pas et si elle détermine ainsi une hausse injustifiée, elle pourra se procurer de grosses différences. A supposer que cet optimisme ne soit pas feint, le groupe financier détenteur d'actions de cette société

1. D. P. 1927.4.145.

Plachte.

devrait-il s'abstenir de la hausse qu'il aurait involontairement provoquée? Cet exemple suffit à montrer qu'en l'absence d'autres manœuvres frauduleuses il est impossible de considérer un pronostic trop optimiste comme illicite.

Et d'ailleurs, si la prudence doit toujours être recommandée en matière de prévision financière, une prudence excessive peut exposer celui qui l'observe à être soupçonné d'une intention délictueuse. Le pessimisme, en effet, tout comme l'optimisme, peut influencer sur les cours, mais en sens contraire, dans celui de la baisse. Or, les administrateurs d'une société peuvent s'exagérer le caractère alarmant de la situation sociale. Si dans les bilans publiés, ils indiquent que le matériel est devenu insuffisant ou usagé, qu'il y a lieu d'accroître les amortissements, s'ils font une sous-évaluation des stocks, s'ils annoncent que les dividendes à distribuer devront en conséquence, être restreints ou suspendus, il ne sera guère possible de faire la part de l'erreur et celle de l'interprétation délictueuse.

« Peut-on, se demande M. Taillefer¹, reprocher un excès de prudence à des administrateurs, même si cette prudence n'a pour but que de favoriser leur intérêt personnel et immédiat? »

§ 6. *La publicité comme élément secondaire du délit.*

La publicité financière n'est pas toujours délictueuse par elle-même. Aussi convient-il d'étudier maintenant le cas de la *publicité* donnée à un *fait vrai, mais délictueux en soi*.

Pour que la publicité constitue le premier moyen frau-

1. Taillefer, *Ce qu'il faut savoir sur la bourse*, Paris, 1930, p. 116.

doux qualifié de l'article 419 du Code pénal, il faut que le fait publié soit faux.

Mais un fait vrai peut être un fait artificiel. Il en est ainsi si le fait rapporté a été lui-même obtenu par des manœuvres répréhensibles. Que faudra-t-il décider dans le cas de la publicité d'un fait vrai en soi, mais délictueux ?

Il faut tout d'abord écarter la publication faite de bonne foi. Il n'y a pas là d'intention frauduleuse puisque, par définition, l'informateur n'avait pas connaissance du caractère délictueux du fait rapporté. La publicité ne peut être punissable si elle est sincère.

Il en irait autrement si la publicité avait été faite par les auteurs du fait relaté, ou de connivence avec eux.

La publicité apparaît alors comme un moyen de tirer profit du fait délictueux, comme un accessoire de l'infraction antérieurement commise. Au lieu d'être illicite en elle-même, elle n'est plus qu'un mode d'aggravation du fait délictueux.

Ce fait délictueux, ce peut être un acte quelconque, un acte de sabotage, par exemple, susceptible par sa diffusion auprès de l'opinion d'avoir des répercussions boursières. Supposons par exemple que des individus aient intentionnellement provoqué l'inondation d'une mine, et qu'ils en répandent ensuite ou en fassent répandre la nouvelle. La publicité donnée par eux à cette nouvelle ou effectuée à leur instigation dans le but précis d'altérer les cours d'une société minière serait évidemment délictueuse.

Il va de soi que la publicité donnée à un fait délictueux en ne dissimulant pas son caractère illicite ne saurait être punissable.

Beaucoup moins théorique et beaucoup plus complexe est la question qui se pose lorsque le fait vrai relaté est

lui-même un moyen délictueux au sens de l'article 419. On peut supposer le cas, par exemple, d'une banque, ou d'un syndicat qui, détenant la plupart des titres d'une société, réussirait par des manœuvres frauduleuses quelconques à susciter des demandes de ces titres sur le marché. Après quoi, la banque ou le syndicat en question pourrait faire annoncer qu'il y a sur cette valeur de nombreuses demandes. La publication du fait obtenu par des manœuvres frauduleuses servirait ainsi à exploiter ce fait auprès du public. Elle serait incontestablement illicite du moment qu'elle aurait pour but exclusif de provoquer l'altération artificielle des cours.

D'ailleurs, si la publicité peut ainsi servir à *compléter* les éléments du délit d'altération artificielle des cours, elle pourra très souvent servir aussi à les *préparer*.

Ainsi, la publicité pourra donc être illicite soit par elle-même, soit comme acte préparatoire, soit comme acte accessoire du délit de la loi du 3 décembre 1926.

§ 7. *Publicité illicite frauduleuse et non frauduleuse.*

Toutes fois que la publicité a été considérée comme illicite dans les considérations qui précédent, il n'a été possible de relever que des cas de publicité nettement frauduleuse. Mais, en fait, on peut dire que presque chaque fois que l'article 419-1^o est applicable à la publicité financière, il peut y avoir à la rigueur application subsidiaire de l'article 419-2^o, car la publicité frauduleuse est généralement inséparable d'une action « sur le marché en vue d'un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande ». A la vérité, la recherche du gain anormal n'est pas nécessaire pour caractériser le délit, mais cet élément se rencontrera presque toujours.

S'il peut y avoir publicité frauduleuse sans recherche de gain anormal, peut-il y avoir par contre application exclusive de l'article 419-2°? En d'autres termes, y a-t-il des cas de publicité illicite non frauduleuse?

L'esprit se refuse à comprendre comment une nouvelle qui ne serait ni fausse ni faussée pourrait être susceptible de fausser le marché.

Or, la publication d'une nouvelle fausse ou faussée est nécessairement frauduleuse, et cette nouvelle est prévue par l'article 419-1°. Pour trouver un cas de publicité illicite non frauduleuse tombant uniquement sous le coup de l'article 419-2°, il faudrait donc supposer l'hypothèse d'une « nouvelle exacte » qui serait diffusée en vue d'un gain anormal.

Supposons un moment qu'une société de charbonnages annonce la découverte d'un nouveau gisement de houille. Cette nouvelle fait qu'au bout de quelque temps le cours des actions de la société s'élève en Bourse. L'annonce était exacte. Aucune fraude ne peut donc être relevée à l'égard des administrateurs de la société. Dira-t-on alors que la recherche d'un gain qui s'est manifestée par la publication de la découverte, doit être qualifiée d'anormale, et que par suite l'article 419-2° devrait s'appliquer? Il est certain que le cours obtenu par la diffusion de cette nouvelle a un caractère naturel, en dépit des exagérations coutumières qui pourraient au début avoir imprimé à la hausse un caractère partiellement factice.

C'est là une hypothèse où l'application de l'article 419-2° serait possible si le délit d'altération des cours pouvait être commis de bonne foi. Et encore faudrait-il démontrer que la hausse obtenue est artificielle, ce qui serait sans nul doute impossible.

Si en principe la publicité financière peut suffire à constituer l'action anormale sur le marché visée par l'article 419-2°, en fait elle ne saurait être répréhensible que lorsqu'elle peut être qualifiée de moyen frauduleux.

§ 8. *La responsabilité en matière de publicité financière.*

Si la publicité est organisée en vue de l'introduction sur le marché, elle ne peut tomber sous le coup de l'article 419 du Code pénal qu'à partir du moment où le titre est introduit, car selon la grande distinction que nous avons formulée à plusieurs reprises, il ne peut y avoir altération des cours avant que le titre soit introduit sur le marché.

On sait que la publicité n'est pas généralement le fait d'un seul individu. Lorsqu'il s'agit d'organiser la publicité nécessaire à lancer un titre, des banquiers, des entrepreneurs de publicité ou des directeurs de journaux vont intervenir. Qui sera responsable? Sera-ce le journal qui est le publicateur? Ou bien le fermier annonceur? Ou bien le banquier?

On aperçoit tout de suite combien la recherche et le partage des responsabilités seront des tâches délicates.

Il y a des journaux financiers qui publient des cours sans les contrôler. Or, ces cours peuvent émaner d'établissements n'offrant aucune garantie de sincérité ; dans les cas, où les cours leur sont véritablement dictés, les dirigeants de ces feuilles pourraient difficilement alléguer leur bonne foi.

Mais d'une manière générale, parmi les articles dans lesquels les journaux prônent la situation actuelle et la situation future des sociétés, il convient de distinguer ceux dont les renseignements sont empruntés aux procès-verbaux des assemblées et des conseils d'administration et

aux bilans, et ceux qui ne sont que des pronostics sur la hausse des cours ou les bénéfices de l'entreprise.

Les tribunaux ont décidé que les directeurs et administrateurs du journal n'ont ni qualité ni droit pour opérer un examen personnel des comptes, de l'inventaire et du bilan, communiqués par la société ; et que, par suite, si le bilan est « soufflé », la publication n'en est pas fausse, ce sont les faits qui le sont¹.

Si le journal a affirmé ses annonces financières à une agence de publicité, l'entrepreneur a le droit de soutenir les affaires qu'il lui plaît. La responsabilité du directeur du journal est donc à ce moment écartée, quoique ce dernier conserve le droit de critiquer ces mêmes affaires dans la partie rédactionnelle.

La véritable difficulté consistera le plus souvent à savoir qui a rédigé les notes de publicité incriminées ?

Lorsque des articles contiennent des affirmations mensongères, la plupart du temps la responsabilité s'éparpille. Ainsi que le constate le Tribunal de la Seine, dans son jugement du 11 juillet 1932², « les nouvelles se transmettent sans signatures, et l'absence de bon à tirer ou de mentions permettant d'identifier les auteurs rend difficile la détermination de ceux qui sont pénalement responsables. »

Il résulte de ce jugement que les banquiers ou les syndicalistes ne sauraient être tenus pour responsables des initiatives du publicateur ou de l'annonceur, ou de toute autre personne, mais seulement des notes de publicité rédigées ou contrôlées par eux.

1. Seine (1^{re} Chambre), 21 juillet 1930, *D. F.*, 1931, p. 198.

2. *Op. cit.*

§ 9. *Le domaine de la publicité licite.*

La question de la publicité financière intéresse particulièrement la défense des épargnants, puisque la publicité constitue le principal moyen d'action sur la masse des capitalistes.

Mais la légalité de l'emploi de la publicité financière, depuis la mise en application de la loi de 1926, n'est pas contestée.

Le jugement du Tribunal de la Seine du 11 juillet 1932 est venu confirmer que la publicité financière ne peut être considérée *a priori* comme illicite.

L'article 419 du Code pénal doit trouver son application, en matière de publicité financière, dans tous les cas où elle constitue une fraude ou un ensemble de machinations illicites. Mais, il est difficile d'exiger de la presse financière une impartialité sans restriction. L'éloge ou le silence s'achètent, mais l'objectivité n'est pas une attitude rémunératrice pour un journal. On peut seulement souhaiter que la publicité financière soit toujours mesurée dans ses manifestations.

D'ailleurs les juges ont toujours à connaître de certains éléments de fait qui peuvent rendre la publicité plus ou moins délictueuse, selon par exemple qu'elle se présentera ouvertement sous forme d'annonce, ou qu'elle se cachera sous l'apparence d'une information.

En résumé, on peut dire que la publicité pourra être laudative dans ses appréciations sans être mensongère dans ses affirmations, hardie dans ses pronostics sans être tendancieuse dans l'interprétation des faits.

TROISIÈME PARTIE

Les principales dispositions légales, autres que l'article 419 du Code pénal, applicables à la spéculation illicite sur le marché financier.

L'article 419 du Code pénal n'est pas le seul texte concernant la spéculation illicite. Il n'y a pas lieu d'insister sur les questions relatives à l'article 421 du Code pénal. Cet article 421, institué par la loi de 1926, qui a modifié l'article 419, se borne à prévoir deux peines complémentaires de celles indiquées par les articles 419 et 420 : l'interdiction des droits civiques et politiques et la publicité du jugement de condamnation. Quant à l'article 3 de la loi du 3 décembre 1926, il a pour but d'introduire une garantie de procédure, qui est l'expertise contradictoirement obligatoire.

Mais, outre ces textes qui ne servent qu'à compléter l'article 419 du Code pénal, il y a des textes de droit commun qui sont évidemment applicables à certaines formes d'altération artificielle des cours. Il y a des dispositions de certaines lois spéciales qui répriment des cas de spéculation illicite. Il en est ainsi de la loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés, qui a institué le délit de négociation avant le versement du quart, le délit de simulation de souscription et de versements, et le délit de majorités factices, et la loi

du 30 janvier 1907 concernant la publicité légale des émissions, et de l'admission à la cote. Mais ces textes ne visent qu'indirectement l'altération des cours. Au contraire la loi du 12 février 1924, dans une de ses dispositions, vise une forme de spéculation illicite qui n'est pas prévue par la loi de 1926.

Aussi, nous étudierons, dans un premier chapitre, l'article 405 du Code pénal qui est le plus important parmi les textes de droit commun applicables à la spéculation financière, et dans un chapitre deuxième, la spéculation illicite sur les monnaies prévue par la loi de 1924.

CHAPITRE PREMIER

L'ARTICLE 405 DU CODE PENAL ET LA SPECULATION ILLICITE SUR LE MARCHE FINANCIER

Le texte dont l'application est susceptible de se confondre le plus souvent avec celle de l'article 419 du Code pénal, est l'article 405 du Code pénal.

L'escroquerie est l'infraction dont la distinction avec l'altération artificielle des cours présente le plus grand nombre de difficultés.

Tout comme l'article 419-1^o, l'article 405 prévoit en effet l'usage de manœuvres frauduleuses. On sait, d'autre part, que l'article 419-1^o vise les voies ou moyens frauduleux quelconques. Cette disposition est de la plus grande généralité.

On s'aperçoit alors que des manœuvres frauduleuses peuvent tomber à la fois sous le coup de l'article 405 et de l'article 419 du Code pénal.

Il en est ainsi, par exemple de la cotation fictive. Cette pratique est depuis longtemps réprimée en vertu de l'article 405, mais il va de soi que le banquier qui communiquerait à un journal un cours qui n'aurait jamais été pratiqué pourrait agir artificiellement sur le marché des valeurs, en provoquant par cette nouvelle mensongère un afflux de ventes ou d'achats.

A ce propos, il y a lieu de constater que c'est d'abord en matière de publicité financière que les domaines d'application des deux articles répressifs vont se trouver souvent confondus.

Mais, c'est surtout à propos de la détermination du cours d'introduction que nous avons eu l'occasion d'insister sur l'application de l'article 405 du Code pénal. Avant et jusqu'au moment de l'introduction, il peut bien y avoir des manœuvres frauduleuses, mais ces manœuvres frauduleuses ne sauraient être constitutives de l'altération des cours, puisqu'alors il n'y a pas de cours. Les manœuvres frauduleuses ne peuvent donc être réprimées avant l'introduction qu'en vertu de l'article 405 du Code pénal. C'est donc la jurisprudence antérieure à la loi de 1926 qui doit, en ce cas, s'appliquer.

Il y a des cas où, quoique la fraude soit visible, il est difficile de savoir si les manœuvres devant lesquelles on se trouve doivent être envisagées comme antérieures ou postérieures à l'introduction. Dans ces cas, où l'application de l'article 419 est douteuse, le recours à l'article 405 s'impose. Il en est ainsi des manœuvres de certaines *holdings*. Il arrive en effet qu'un groupe de spéculateurs crée une *holding* dont le portefeuille est constitué de valeurs dépréciées, achetées à bas prix. En émettant ses propres titres, la *holding* classe dans le public sous une autre forme les titres dépréciés. Ce soutien des cours par la surcapitalisation et par la dissimulation de la dépréciation des anciennes valeurs tomberait beaucoup plus aisément sous la sanction de l'article 405 que sous celle de l'article 419.

L'article 405 est donc, dans certains cas, beaucoup plus maniable que l'article 419.

Aussi, M. Mazeaud a-t-il pu dire, en commentant l'arrêt

de la Cour de Grenoble du 25 juin 1931¹, que les faits frauduleux visés dans cet arrêt auraient à la rigueur été susceptibles de caractériser le délit d'escroquerie. On peut même ajouter que l'article 405 du Code pénal aurait dû, en l'espèce, exclure l'application de l'article 419 du Code pénal.

Mais, en dehors du cas de l'introduction, l'article 405 et l'article 419 vont pouvoir souvent se combiner.

Il pourra d'ailleurs y avoir des fraudes constitutives de l'escroquerie, sans que ces manœuvres d'importance minime puissent influencer les cours d'une manière suffisante pour justifier l'application de l'article 419.

Mais l'application de l'article 405 aux cas certains d'agiotage sera cependant beaucoup plus limitée que celle de l'article 419, car l'article 405 est beaucoup plus rigoureux dans l'exigence de la réunion des éléments de l'infraction. Par suite, l'article 419 du Code pénal permet d'atteindre des manœuvres frauduleuses qui, sans lui, tomberaient beaucoup plus difficilement sous le coup de la loi.

En effet, pour que le délit d'escroquerie soit caractérisé, il faut qu'il y ait eu une remise de fonds ou de titres en vue de faire naître « l'espérance ou la crainte d'un succès, d'un accident ou de tout autre événement chimérique », et aussi que le résultat obtenu constitue une appropriation au préjudice de quelqu'un.

Et tandis que l'article 419 du Code pénal réprime les voies ou moyens frauduleux quelconques, l'article 405 du Code pénal exige plus que l'annonce d'une nouvelle mensongère. Il faut pour qu'il y ait escroquerie, l'existence d'une véritable mise en scène pour engendrer dans l'esprit

1. *Op. cit.*

de la victime du délit l'espérance fallacieuse d'un événement chimérique.

La distinction entre ces deux infractions a été indiquée par le Tribunal de la Seine, dans le jugement du 11 juillet 1932¹.

« Les moyens frauduleux de l'article 419 du Code pénal, déclare le Tribunal, s'opposent aux manœuvres frauduleuses de l'article 405 du Code pénal, en ce que la prévention n'aura pas à démontrer que ces moyens visaient personnellement la victime du délit, et ont eu pour effet de la déterminer. »

En dépit de ces distinctions, dont l'existence est indiscutable, il faut bien constater qu'en matière financière l'article 419 du Code pénal, et l'article 405 du Code pénal se sont soutenus mutuellement pendant toute la période qui a précédé la loi du 3 décembre 1926. Leurs domaines d'application s'enchevêtrent et il est indéniable que dans beaucoup de cas d'espèce ils sont en quelque sorte interchangeables.

Dans l'affaire de la Banque de Lyon et de la Loire², les tribunaux estimèrent à cette époque déjà lointaine que l'emploi de manœuvres frauduleuses destinées à inspirer l'espérance d'événements chimériques, une mise en scène propre à tromper le public et l'obtention de sommes arrachées à la confiance abusée des souscripteurs ou des acquéreurs d'actions négociées étaient susceptibles d'être relevés comme éléments constituant l'escroquerie. Or, parmi ces manœuvres, la Cour de cassation faisait rentrer notamment : le fait d'organiser des coalitions, des reports par une

1. *Op. cit.*

2. *Cass. crim.*, 28 mai 1887, D. P. 1887.1.355.

banque effectués sur ses propres actions et le concours d'une presse stipendiée en vue d'obtenir la hausse des actions et d'empêcher leur dépréciation. L'article 405 du Code pénal suppléait ainsi à la carence de l'article 419 du Code pénal que la jurisprudence déclarait à la même époque inapplicable aux effets privés.

On comprend aisément combien il serait vain de vouloir établir une cloison étanche ou même seulement des limites précises entre les domaines respectifs des articles 405 et 419 du Code pénal.

CHAPITRE II

LA SPECULATION ILLICITE REPRIMEE PAR LA LOI DU 12 FEVRIER 1928

L'article 419 du Code pénal ne vise pas l'altération du cours des monnaies. C'est un autre texte, la loi du 12 février 1924, dont nous avons eu à différentes reprises l'occasion de rappeler l'existence qui prévoit les atteintes au Crédit de l'Etat, commises sur le marché monétaire, notamment dans un but de spéculation. Aussi, cette étude sur la spéculation financière serait-elle incomplète si l'on n'y faisait rentrer l'examen des dispositions relatives à cette forme particulière de spéculation illicite.

Si la loi de 1924 a pour but de protéger les fonds publics en même temps que de sauvegarder le crédit de l'Etat en général, cette loi ne vise pas cependant à proprement parler des cas de spéculation sur les rentes, mais seulement des cas de dépréciation. Par contre, la loi de 1924 est le seul texte en vigueur concernant la spéculation effectuée sur les devises.

En ce qui concerne les monnaies, en effet, le nouvel article 419 de même qu'autrefois l'ancien article 419 ne s'applique pas, car l'article 419 suppose l'existence d'un marché sur lequel a lieu la concurrence naturelle et libre du commerce. Il y a bien le marché du change, où ont lieu de véritables cotations. Mais ce n'est pas la monnaie nationale qui y fait l'objet d'une cotation, ce sont les devises étran -

gères, au contraire, qui y sont cotées en fonction de la monnaie nationale. La monnaie française ne peut faire l'objet en France d'aucune spéculation, puisque son cours est déterminé par la loi : c'est le cours légal. La Cour de cassation¹ avait décidé, en conséquence, par arrêt du 21 janvier 1915, que les billets de la Banque d'Algérie, constituant une monnaie légale, et circulant de plus sous le régime du cours forcé, n'étaient pas des effets publics aux termes de l'ancien article 419 du Code pénal. Le fait de ne consentir à accepter cette monnaie qu'accompagnée d'une prime supplémentaire constituait donc non pas le délit de spéculation illicite, mais uniquement la contravention de l'article 475-11° dont la sanction est une simple amende. Cette jurisprudence n'est que l'application de l'idée selon laquelle la spéculation se trouve exclue par le seul fait qu'il y a taxation.

La loi de 1924 a fait de la spéculation anormale sur les devises nationales l'une des modalités du nouveau délit d'atteintes au crédit de l'Etat.

Cette loi n'est, dans la rédaction de son article premier, que la transposition d'une loi du 3 février 1893, sur le retrait des fonds des caisses publiques ou des établissements obligés par la loi à effectuer leurs versements dans les caisses publiques. Mais seuls les articles 2 et 3 de cette loi intéressent la question de la spéculation financière.

1° *Les moyens délictueux* prévus par ces articles sont de la plus grande généralité. L'article 2 prévoit les procédés même non frauduleux d'exécution, qui constituent un moyen délictueux général englobant les faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public, et les voies ou moyens frauduleux quelconques. Pour ces voies et moyens fraudu-

1. Cass. crim., 21 janvier 1915, D. P. 1919.

leux quelconques, l'article 3 de la même loi prévoit des peines plus sévères que pour les moyens non frauduleux.

Contrairement aux éléments frauduleux du délit de l'article 419, la fraude n'est ici qu'un moyen particulier et aggravant de commettre le délit. En matière d'altération des prix réprimée par la loi du 3 décembre 1926, l'aggravation des peines contenue dans l'article 420 du Code pénal, et concernant la spéculation illicite sur certains produits de première nécessité tient à l'objet du délit, tandis que dans la loi du 12 février 1924, cette aggravation provient de la distinction entre les moyens délictueux.

2° Au point de vue de *l'objet du délit*, il ne s'agit plus d'altération des prix ou des cours, mais d'atteintes au crédit de l'Etat. Alors que l'altération des prix de la loi de 1926 pouvait être opérée dans un but de spéculation ou dans un but politique, qu'elle pouvait être lucrative ou non lucrative, les atteintes au crédit de l'Etat de la loi de 1924 peuvent être inspirées par une fin soit de spéculation soit de dépréciation.

Mais cette différence entre le but de spéculation et le but de dépréciation correspond à une distinction entre les monnaies et les fonds publics.

Lorsque la loi de 1924 vise la provocation à la vente ou le fait de s'opposer à l'achat ou à la souscription de fonds publics, elle n'entend nullement prévoir des cas de spéculation illicite. C'est bien en fait la baisse des cours qui est recherchée, mais la loi de 1924 n'incrimine pas un acte de vente ou d'achat, comme le fait la loi de 1926. Ce n'est pas l'altération des cours dans le sens de la baisse qui est répréhensible, c'est la « propagande en vue de cette baisse ». Le fait de vendre de grandes quantités de rente tomberait encore plus facilement sous le coup de l'article 419 du Code

pénal que sous le coup de la loi de 1924. Les cas d'application de la loi de 1924 visent surtout des propos de démarcheurs et la rédaction de certaines affiches. La « dépréciation » est à la fois psychologique et économique, elle consiste à impressionner directement l'opinion publique, d'une part, à déterminer indirectement la baisse, d'autre part. Il y a altération des cours seulement quand il y a baisse, mais il n'y a pas spéculation illicite. Le propagandiste, qui cherche à placer des valeurs industrielles en discréditant les fonds d'Etat, pour les faire vendre et obtenir l'achat des titres qu'il prône agit peut-être dans un but mercantile, mais non pas dans un but spéculatif. Et d'ailleurs, la recherche d'un profit ici aussi importe peu pour que le délit soit caractérisé¹.

La loi de 1924 ne vise qu'un cas de spéculation : c'est la spéculation à la baisse des devises nationales. La spéculation est une opération différentielle portant sur tout objet susceptible de cotations sur un marché réglé sur l'offre et la demande. C'est le cas des monnaies étrangères. Mais la monnaie nationale qui sert d'étalon dans le pays considéré doit, pour conserver sa qualité d'étalon, n'être pas soumise à la loi de l'offre et de la demande.

L'objet du délit prévu par la loi de 1924 est l'atteinte au crédit de l'Etat par une baisse des devises nationales provoquée dans un but spéculatif. Par devise nationale, il faut entendre toute monnaie, même fiduciaire.

La loi exige donc, pour son application, en ce qui concerne du moins la spéculation sur les monnaies un *dolus generalis* qui est le désir d'attenter au crédit de l'Etat, et un *dolus specialis*, qui est l'intention de provoquer une baisse en vue d'une différence.

1. Cass. crim., 24 juin 1926, D. P. 1927.1.177.

Mais, alors que l'article 419 du Code pénal prévoit une altération « artificielle » des prix, la baisse des cours des monnaies peut être naturelle. Il peut y avoir délit même si la loi de l'offre et de la demande est respectée.

On peut donc dire que la loi de 1926 réprime la spéculation illicite sur les valeurs, mais que la loi de 1924 prohibe toute spéculation à la baisse sur les devises nationales. Pour elle, toute spéculation à la baisse est illicite, quand l'intention du spéculateur est de porter atteinte au Crédit de l'Etat.

Au sujet de l'intention délictueuse, il faut noter que la jurisprudence de la Cour de cassation s'est fixé dans le sens de la nécessité de la mauvaise foi pour qu'il y ait délit¹.

Il faut noter également que la tentative est punissable au même titre que l'infraction consommée.

En résumé, toute spéculation à la baisse sur les devises nationales est délictueuse au sens de la loi du 12 février 1924, quand elle constitue une atteinte intentionnelle au Crédit de l'Etat.

1. Cass. crim., 11 décembre 1925, *D. F.*, 1926, p. 48, sur le pourvoi contre arrêt, Bordeaux, juin 1925.

CONCLUSION

L'article 419 du Code pénal est le texte le plus important que le législateur ait élaboré pour assurer la défense de l'épargne.

Périodiquement, depuis la fin du xix^e siècle, des krachs retentissants ont montré que le public était incapable d'exercer, avec discernement, un contrôle efficace sur les valeurs qu'on lui propose à l'aide d'une publicité habile et quelquefois tapageuse.

Mais le délit prévu par l'article 419 du Code pénal est d'une telle généralité que, si les textes répressifs ne devaient être toujours interprétés restrictivement, il aurait pour conséquence de rendre impossible toute opération de bourse.

En ce qui concerne les moyens frauduleux, l'application de cet article paraît devoir être assez aisée.

Mais l'article 419-2^o, prévoyant « une action sur le marché en vue d'un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande », est d'une application extrêmement délicate.

On peut craindre, en effet, que l'article 419, en raison de son deuxième alinéa, ne s'applique en l'absence de toute autre disposition pénale. En matière contraventionnelle, l'article 471 du Code pénal prévoit toutes les infractions aux règlements de police en vigueur ou à venir. Rien de semblable ne saurait exister en matière délictuelle. L'article 419 ne peut devenir une source d'infractions innom-

mées. Le délit qu'il définit doit rester ce que le législateur en a fait : une infraction caractérisée. Si l'article 419 est le texte de droit commun en matière d'altération des cours, le délit qu'il institue ne doit pas devenir le droit commun de la répression en matière économique. La prudence des magistrats est en somme en ce domaine la seule véritable garantie.

Le spéculateur sait que son opération est susceptible d'altérer le marché dans le sens de la hausse ou de la baisse. Mais il ignore si cette intervention sur le marché suffira à déterminer cette hausse ou cette baisse. Il agit en prévision d'une altération des cours dont il compte tirer profit, mais il ne sait pas s'il obtiendra un profit, ou s'il subira une perte. En d'autres termes, il y a risque : donc, le caractère essentiel de la spéculation est d'être une opération aléatoire.

Le risque, voilà le critérium théorique entre la spéculation licite et l'agiotage répréhensible.

Critérium théorique. Car si l'effort de l'agioteur tend à opérer à l'aide de moyens délictueux, avec le minimum d'aléa, il parviendra rarement à éliminer de ses agissements tout élément de risque.

Et réciproquement il y a des cas de spéculation sans risque qui ne constituent pas nécessairement de l'agiotage. Il en est ainsi quand un haussier profite de la valorisation artificielle d'un titre et que cette valorisation doit être attribuée à l'action d'un syndicat à laquelle le spéculateur est resté étranger.

Le risque ne saurait donc servir pratiquement de critérium entre ce qui est permis et ce qui est répréhensible.

De plus, il ne faut pas oublier que les spéculateurs sont gens faillibles, et que précisément, c'est cette possibilité

d'erreur qui fausse très fréquemment le rôle de régulateur économique dévolu au marché boursier.

D'autre part, il peut arriver qu'en raison de la concentration des titres, le risque d'une opération spéculative soit presque complètement annihilée.

Le détenteur de la presque totalité d'un titre sait qu'il peut déterminer à peu près infailliblement une hausse ou une baisse. Le risque est si réduit que, selon l'expression courante, il lui est possible de « mener le marché ». *Ici, la spéculation ne consiste plus à prévoir, mais à choisir.* Et cependant, on ne peut pas dire qu'il y a agiotage, car la concentration de la presque totalité d'un titre aux mains d'une même personne ou d'une collectivité est généralement justifiée, et parfaitement licite en soi, relativement à l'article 419 du Code pénal.

Les gros acheteurs à terme et les gros vendeurs à découvert peuvent souvent liquider leurs stocks de valeurs sans réagir à leur détriment sur les cours.

Dira-t-on alors que le gros détenteur de titres devra, par prudence, ne pas se servir de la masse de manœuvre dont il dispose sur le marché, éviter les opérations contraires à la tendance, se borner exclusivement à accentuer et non à provoquer le mouvement en cours ?

Mais il ne faut pas oublier que ce gros détenteur de titres est par définition un spéculateur, et que l'opération logique et normale du spéculateur qui détient un certain nombre de titres est la vente dans un moment de hausse en vue du rachat quand la baisse en sera réalisée.

Si d'ailleurs, la spéculation licite consistait uniquement à suivre les tendances naturelles de la cote, aucun spéculateur important n'oserait prendre l'initiative d'une opération de vente ou d'achat de quelque envergure.

L'article 419 du Code pénal qui a supprimé le délit de coalition aura-t-il pour conséquence d'empêcher toute spéculation massive ? Il convient de remarquer que ce texte ne fait aucune distinction entre le petit et le gros spéculateur. Bien plus, aucune disposition légale n'interdit de posséder la presque totalité d'un titre. Aucun texte n'apporte une limitation quelconque au nombre de titres que peut concentrer un individu ou une collectivité.

Il ne suffit pas en effet de concentrer un grand nombre de titres pour être un accapareur.

Pour que l'accaparement soit caractérisé, il faut évidemment quelque chose de plus que le simple fait de la concentration de valeurs mobilières.

Ce qui rend si difficile la recherche des éléments du délit, ce qui donne aux manœuvres qui le constituent un caractère aussi fugace, c'est que lorsque le délit est certain, on ne se trouve pas en présence d'un procédé simple, d'un acte de spéculation isolé. Mais, il faut que d'autres opérations frauduleuses ou non aient préparé ou suivi cet acte de spéculation.

La caractérisation du délit exige un certain enchaînement de circonstances, une combinaison ou une superposition de manœuvres concomitantes ou successives, en un mot une *machination*.

C'est la complexité intentionnelle qui colore l'infraction. Tantôt, on fait monter le titre, tantôt on le fait baisser, et à d'autres moments, on opère simultanément la hausse ou la baisse. Tout ici est question de mesure. On comprend que l'application jurisprudentielle du plus élastique de nos textes pénaux exige de la part des tribunaux une extrême prudence. Des décisions d'une souplesse nuancée à l'infini sont nécessaires dans un domaine aussi

délicat et aussi mouvant que celui du marché financier.

Dans un milieu d'une telle sensibilité, les éléments psychologiques ont un rôle considérable, les impressions subjectives s'amplifient en s'extériorisant.

En examinant les modalités d'application de l'article 419 du Code pénal, nous avons été conduits à poser comme principe que toutes les opérations antérieures au jour de l'introduction du titre sur le marché y compris la détermination du cours initial, doivent toujours rester en dehors de l'application de ce texte.

En ce qui concerne les opérations postérieures à l'introduction du titre sur le marché, nous avons fait remarquer que toute opération différentielle se réduit en principe à une altération ou à une tentative d'altération des cours. Quand cette altération n'est pas artificielle au sens de l'article 419 du Code pénal, la spéculation est licite. Une intervention sur le marché n'est pas forcément, dans tous les cas, abusive.

Les opérations spéculatives sont *en principe* licites si elles ne s'accompagnent d'aucune manœuvre frauduleuse, lorsqu'elles ont pour but de faire connaître un titre nouveau, ou de valoriser un titre insuffisamment coté, ou enfin de revaloriser un titre injustement déprécié.

La valorisation d'un titre au moment de l'introduction sur le marché, ou sa revalorisation dans un but de résistance sont justifiées, mais la survalorisation peut devenir abusive. La même distinction peut être faite entre la dévalorisation d'un titre bénéficiant d'un cours trop élevé et la sous-valorisation qui pourrait constituer une dépréciation illicite.

Mais la véritable difficulté réside, en réalité, dans la

question de savoir à partir de quel moment un titre est artificiellement survalorisé ou sous-valorisé. Les cours des valeurs de spéculation sont toujours incertains, et leur valeur ne peut pas souvent être précisée avec exactitude. Il serait certainement imprudent de la part d'administrateurs d'une société ou de syndicataires de s'acharner à soutenir un titre qui ne saurait être raisonnablement défendu en raison de sa faible valeur intrinsèque et de l'absence de chances de hausse future. Mais il ne semble pas que l'on puisse reprocher à une société d'avenir et présentant une situation prospère ou à un syndicat constitué pour le soutien de ses titres de faciliter leur valorisation.

On ne doit pas distinguer parmi les spéculations aventureuses celles qui échouent pour les condamner, et celles qui réussissent pour les absoudre. C'est le critérium qu'on adopterait si, au lieu de considérer le moyen employé, on s'attachait uniquement au résultat. La justification d'une vaste opération financière apparaît moins dans ses résultats que dans l'évaluation des possibilités qui pourraient raisonnablement être faites au moment où cette opération a été entreprise.

On doit, en vérité, s'attacher aux éléments constitutifs de cette opération, c'est-à-dire à l'emploi normal d'un moyen de raréfaction, de saturation ou d'intensification du marché en vue d'une fin spéculative, elle aussi, normale.

Cette fin spéculative est normale, même si le gain est excessif, pourvu que la nature du titre sur lequel porte l'opération justifie la valorisation ou la dévalorisation entreprise. Réciproquement, il pourra y avoir délit, même si le gain est modeste¹.

1. Seins, 27 avril 1932, *op. cit.*

En un mot quand on voudra valoriser un titre, il faudra que ce titre soit de bon aloi, possède une valeur intrinsèque ou présente des perspectives d'avenir. Ce critérium que nous avons essayé de dégager de la jurisprudence nouvelle, et qui fait du bénéfice « anormal » non pas l'élément unique, mais l'un des éléments d'appréciation, permet donc de distinguer, autant que cette distinction est possible, l'agiotage de la vraie spéculation.

Si la loi de l'offre et de la demande n'avait pas aux yeux de tous les économistes la rigueur d'une loi scientifique, elle a désormais reçu la consécration législative. Cette loi économique a été en somme érigée en loi positive. La loi de l'offre et de la demande est pratiquement devenue une sorte de loi formelle, au sens juridique du mot. On en a fait une formule légale à laquelle on a attaché des sanctions pénales. A la vérité, l'ancien article 419 cherchait déjà à faire respecter la libre concurrence, mais ne réprimait que la fraude. Au contraire, le nouvel article 419 parle expressément du jeu de l'offre et de la demande, et il réprime l'inobservation par tous moyens de cette loi économique.

Si, en apparence, c'est l'application d'une formule juridique que l'on exige des juges, en fait, c'est une règle fondamentale d'économie politique qu'on leur demande d'interpréter. On comprend alors pourquoi le législateur a entouré l'expertise qu'il prévoit de garanties particulières.

Le principe de l'offre et de la demande ne tient pas compte, en effet, des multiples réalités de la vie économique. Il n'est qu'un principe d'économie pure et non une règle pratique. Pour que la loi de l'offre et de la demande fonctionne parfaitement, il faudrait que, *lorsque la place est chargée*, le mouvement de baisse succède immédiatement au mouvement de hausse, et réciproquement. Il n'y

a pas d'exemple que cette substitution idéale se fasse automatiquement. Le marché financier, si parfait qu'il soit, connaît toujours un moment même très court où le titre *plafonne*.

Transposée du domaine du droit naturel et absolu dans celui du droit positif et contingent, la loi de l'offre et de la demande n'est plus qu'une notion toute relative, car elle est loin d'avoir, même sur le marché boursier qui se rapproche pourtant le plus du marché idéal, une rigueur mathématique.

BIBLIOGRAPHIE

- Allix.** — *Les reports dans les bourses de valeurs*, thèse, Paris, 1900.
- Assier** (Alexandre). — *Le portefeuille des pères de famille*, Paris, 1887.
- Barbier.** — *Code expliqué de la presse*.
- Boudon.** — *La Bourse et ses hôtes*.
- Boven.** — *Le prix normal*, étude sur les crises et la spéculation illicite, 1924.
- Cahen** (Raymond). — *De la responsabilité des intermédiaires émetteurs de titres*, thèse, Paris, 1919.
- Charigon** (Pierre). — *Sociétés de placement et sociétés de contrôle*, Paris, 1932.
- Chevrot.** — *Pour devenir financier*, traité théorique et pratique.
- Cilleuls** (Alfred des). — *Caractères distinctifs de la spéculation et l'agiotage*, Paris, 1910.
- Combat.** — *La science financière*.
- Courcelle-Seneuil.** — *Les opérations de banque*, traité de banque et de bourse, Paris, 1929.
- Courtois** (Alph.). — *Etude de l'agiotage*, 1852.
— *Défense de l'agiotage*, 1864.
- Cosson.** — *L'agiotage et les syndicats financiers*. Etude de droit pénal, 1889.
- Crozat de Fleury.** — *Comment on vous ruine*, Paris, 1912.
- François-Marsal.** — *Encyclopédie de banque et de bourse*, 1928-1931.
- Garçon.** — *Code pénal annoté*, art. 419 et 420.
- Garraud.** — *Droit pénal*.

Gautrat et Constantin. — *Traité théorique et pratique des syndicats financiers*, Paris, 1931.

Goda. — *De l'aléa*, 1882.

Guillemot. — *La spéculation financière. Sa fonction économique* thèse, Paris, 1906.

Hamburger. — *Guide pratique de la bourse.*

Herbillon. — *La bourse classique modernisée.*

Huguenev. — *Commentaire de la loi de 1926, Lois nouvelles*, 1927.1.65.

Jannet (Claudio). — *Le capital, la spéculation et la finance.*

Jaudel. — « L'achat par une société de ses propres actions », *Information financière* du 2 mai 1931.

Khonsarian (Robert). — *Organisation et gestion des syndicats financiers*, Paris, 1930.

Le Poittevin (Gust.). — *Chronique sur la loi du 3 décembre 1926*, D. H. 1927-5.

Le Roy. — *Les syndicats d'émission*, thèse, Paris, 1914.

Leroy-Beaulieu. — *Comment gérer sa fortune.*

Locré. — *Travaux préparatoires du Code pénal*, CXXXI.

Lyon-Caen et Renault. — *Traité de Droit commercial.*

Macaigne (A.). — *Comment on emploie son argent à la bourse.*

Mater (André). — « Commentaire de la loi du 3 décembre 1926 », *Revue de droit bancaire*, 1927.

Marmion (J.). — *Etude sur le projet de loi relatif à la spéculation illicite, voté par la Chambre des députés le 15 mars 1924*, thèse, Paris, 1925.

Mazeaud (Léon). — *Le délit d'altération des prix*, 1927.

— « La répression du bénéfice exagéré », *Revue critique de législation et de jurisprudence*, 1927-415.

— *Note sous la loi du 3 décembre 1926*, D. P. 1927.4.145.

— *Note sous arrêt de Grenoble*, D. P. 1931.2.97.

Moliérac (J.). — « Les syndicats de placement ou de garantie et la loi du 3 décembre 1926 », *Revue des sociétés*, 1927.333.

- Moulin** (Pierre). — *Le rachat par une société de ses propres titres*, Paris, 1931.
- Pelsmaeker** (P. de). — *Les associations commerciales en participation et les syndicats financiers*, Bruxelles et Paris, 1904.
- Pétellat**. — *Bourse et Justice*, 1918.
- Picard** (Roger). — « La défense des actionnaires », *Revue politique et parlementaire*, du 10 mai 1931.
- Pinay**. — *Conseils à l'épargne*.
- Pottier**. — *Des émissions et introductions financières*, thèse, Paris, 1907.
- Quinet et Bournand**. — *Les pièges de la Bourse*.
- Rémy**. — *Le financier contre la cité*, Paris, 1927.
- Rétail**. — *L'expertise judiciaire en matière de bourse et de spéculation illicite*, 1932.
- Rivière** (Paul). — *De l'admission à la cote*, thèse, Paris, 1912.
- Roubaud** (Louis). — *La Bourse, foire aux entreprises, créée des valeurs, maisons de jeu*.
- Robert-Milles** (S.). — *Grammaire de la Bourse*, Paris, 1928.
- Sizaret**. — *La spéculation illicite non frauduleuse*, Rennes, 1920.
- Taillefer**. — *Ce qu'il faut savoir de la Bourse*, Paris, 1930.
- Tchernoff** (J.). — *Les syndicats financiers*, Paris, 1930.
— *Traité de droit pénal financier*, Paris, 1931.
- Tchernoff et Delay**. — *Les opérations de bourse devant la justice pénale*.
- Toulemon**. — *La spéculation illicite*, Loi de 1926, modifiant les articles 419 et 420 du Code pénal, Paris, 1931.
- Toulemon et Dupin**. — *La spéculation illicite et le juste prix*, principe, lois, jurisprudence, critique et réformes, Paris, 1922.
- Wahl**. — *Précis de droit commercial*, 1922.

Périodiques et répertoires.

Bulletin de la Chambre criminelle de la Cour de cassation.

Répertoire pratique Dalloz.

Supplément au répertoire Dalloz alphabétique, v^o Ind. et Comm.

Recueil périodique Dalloz.

Dalloz hebdomadaire.

Droit financier.

Répertoire général alphabétique du droit français (Fuzier-Herman).

Gazette du Palais.

Gazette des tribunaux.

Journal des Sociétés.

La loi.

Les lois nouvelles.

Revue critique de législation et de jurisprudence. .

Revue de droit bancaire.

Revue politique et parlementaire.

Recueil général des lois et arrêts Sirey.

TEXTES RELATIFS A LA SPÉCULATION ILLICITE SUR LE MARCHÉ FINANCIER

Art. 419 ancien. -- « Tous ceux qui, par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public, par des suroffres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par réunion ou coalition entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée, tendant à ne la pas vendre ou à ne la vendre qu'à un certain prix, ou qui, par des voies ou moyens frauduleux quelconques, auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers et effets publics au-dessus ou au-dessous du prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et libre du commerce, seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins, d'un an au plus, et d'une amende de 500 francs à 10.000 francs. Les coupables pourront de plus être mis, par l'arrêt ou le jugement, sous la surveillance de la haute police pendant deux ans au moins et cinq ans au plus. »

Art. 420 ancien. — « La peine sera d'un emprisonnement de deux mois au moins et de deux ans au plus, et d'une amende de 1.000 francs à 20.000 francs, si ces manœuvres ont été pratiquées sur grains, grenailles, substances farineuses, pain, vin, ou toute autre boisson. La mise en surveillance qui pourra être prononcée sera de cinq ans au moins et dix ans au plus. »

Art. 421 ancien (abrogé par la loi du 28 mars 1885). — « Les paris qui auront été faits sur la hausse ou la baisse des effets publics seront punis des peines portées par l'article 419. »

Art. 422 (abrogé par la loi du 18 mars 1885). — « Sera réputée pari de ce genre toute convention de vendre ou de livrer des effets publics qui ne seront pas prouvés par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison. »

Loi du 12 février 1924, sur les atteintes au crédit de l'Etat

Art. 2. — Sera puni de six mois à trois ans de prison et d'une amende de 5.000 francs à 50.000 francs, quiconque aura, même sans emploi de moyens frauduleux :

1° Opéré ou tenté d'opérer la baisse des devises nationales dans un but de spéculation ;

2° Provoqué ou tenté de provoquer la vente des titres de rentes ou autres effets publics, mis obstacle ou tenté de mettre obstacle à l'achat desdits fonds ou valeurs ou à leur souscription dans un but de dépréciation ;

Art. 3. — La peine sera de un an à cinq ans de prison et d'une amende de 10.000 francs à 100.000 francs, si les agissements définis à l'article précédent ont été accompagnés ou de faits faux ou calomnieux, semés à dessein dans le public, ou de voies ou moyens frauduleux quelconques.

Loi du 3 décembre 1926.

Article premier. — Les articles 419 et 420 du Code pénal sont modifiés ainsi qu'il suit :

Art 419. — Tous ceux :

1° Qui, par des faits faux ou calomnieux semés sciemment dans le public, par des offres jetées sur le marché à dessein de troubler les cours, par des suroffres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par des voies ou moyens frauduleux quelconques ;

2° Ou qui, en exerçant ou tentant d'exercer, soit individuellement soit par réunion ou coalition, une action sur le marché dans le but de se procurer un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande ;

Auront, directement, ou par personne interposée, opéré, ou tenté d'opérer la hausse ou la baisse artificielle du prix des denrées ou marchandises, ou des effets publics ou privés.

Seront punis d'un emprisonnement de deux mois à deux ans, et d'une amende de 2.000 à 100.000 francs.

Le tribunal pourra de plus, prononcer contre les coupables la peine de l'interdiction de séjour, pour deux ans au moins, et cinq ans au plus.

Art. 420. — La peine sera d'un emprisonnement d'un an à trois ans et d'une amende de 5.000 à 150.000 francs, si la hausse ou la baisse ont été opérées ou tentées sur des grains, farines, substances farineuses, denrées alimentaires, boissons, combustibles ou engrais commerciaux.

L'emprisonnement pourra être porté à cinq ans, et l'amende à 200.000 francs, s'il s'agit de denrées ou marchandises qui ne rentrent pas dans l'exercice habituel de la profession du délinquant.

Dans les cas prévus par l'article 420, l'interdiction de séjour qui pourra être prononcée, sera de cinq ans au moins, et de dix ans au plus.

II. L'article 421 (nouveau), du Code pénal, sera rédigé ainsi qu'il suit :

Art. 421. — Dans tous les cas prévus par les articles 419 et 420, le tribunal pourra prononcer contre les coupables, l'interdiction des droits civiques et politiques.

En outre, et nonobstant l'application de l'article 463, il ordonnera que le jugement de condamnation sera publié intégralement, ou par extrait dans les journaux qu'il désignera, et affichée dans les lieux qu'il indiquera, notamment aux portes du domicile, des magasins, usines ou ateliers du condamné; le tout aux frais du condamné, dans les limites du maximum de l'amende encourue.

Le tribunal fixera les dimensions de l'affiche, les caractères

typographiques qui devront être employés pour son impression, et le temps pendant lequel cet affichage devra être maintenu.

Au cas de suppression, de dissimulation ou de lacération totale ou partielle des affiches ordonnées par le jugement de condamnation il sera procédé de nouveau à l'exécution intégrale des dispositions du jugement relativement à l'affichage.

Lorsque la suppression, la dissimulation ou la lacération totale ou partielle aura été opérée volontairement par le condamné, à son instigation ou par ses ordres, elle entraînera contre celui-ci l'application d'une peine d'emprisonnement d'un à six mois et d'une amende de 100 à 2.000 francs.

III. Dans tous les cas prévus, à l'article premier de la présente loi, le tribunal ne pourra être saisi que par le renvoi qui lui sera fait conformément aux dispositions de l'article 130 du Code d'instruction criminelle.

Si, au cours de l'instruction, le juge décide de recourir à une expertise, il sera adjoint à l'expert désigné, par le juge d'instruction un expert choisi par l'inculpé, si celui-ci en fait la demande.

En cas de désaccord, entre les experts, un tiers expert sera désigné par le juge d'instruction, dont l'ordonnance de renvoi sera dans tous les cas, motivée.

IV. La présente loi est applicable à l'Algérie et aux colonies.

Vu,
le Doyen,
H. BERTHELEMY

Vu, bon à imprimer :
Le Président de Thèse,
M. PICARD

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLETY

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION

1. La notion de la spéculation illicite	1
2. Evolution de la conception de la spéculation financière en droit français. Spéculation et jeu de bourse : loi de 1885. Spéculation et agiotage : loi de 1926. Les innovations de la loi de 1926.....	3
3. Plan et sources d'interprétation de l'article 419 nouveau.....	7

PREMIERE PARTIE

LES DISPOSITIONS DU NOUVEL ARTICLE 419 C. P. COMMUNES A LA SPECULATION COMMERCIALE ET A LA SPECULATION FINANCIERE

CHAPITRE PREMIER. — LES SYNDICATS FINANCIERS ET LA DISPARITION DE L'ANCIEN DÉLIT DE COALITION.....	11
--	----

Innovation de la loi de 1926, relative aux agents du délit. L'action collective assimilée à l'action individuelle. L'ancienne distinction jurisprudentielle entre les bonnes et les mauvaises unions. Syndicats de placement et syndicats de bourse. Avantages de la concentration financière.....	11
--	----

CHAPITRE II. — LE MOYEN NON FRAUDULEUX D'EXÉCUTION DU DÉLIT. INNOVATION DE LA LOI DE 1926, RELATIVE AUX MOYENS D'EXÉCUTION	17
--	----

§ 1. L'altération lucrative et l'altération non lucrative des cours : L'altération non frauduleuse est toujours une altération lucrative. L'altération frauduleuse peut constituer une altération non lucrative. Cas d'altération non lucrative des cours. Aspect surtout théorique de la distinction. La loi de 1924 ignore cette distinction.....	18
§ 2. Les théories de la spéculation non frauduleuse : Définition fournie par la loi de 1926. Théorie du procédé, comme critérium exclusif. Théorie du gain, comme critérium exclusif. Critiques	21
§ 3. La jurisprudence nouvelle et le critérium de la spéculation non frauduleuse : Recherche d'une solution. Nature illimitée du gain du spéculateur. Spéculation et taxation. Tentative et gain excessif. Le bénéfice anormal n'est pas forcément un bénéfice exagéré. La jurisprudence nouvelle	

sur ce point. C'est la recherche du gain qui, selon l'objet de la spéculation et le moyen employé, peut devenir anormale. Rôle de l'élément « profit ». Le <i>dolus specialis</i> dans l'article 419, Code pénal	24
§ 4. L'infraction de l'article 149-2°, constitue-t-elle une infraction matérielle? La mauvaise foi. Argument tiré de la loi de 1924, et de la jurisprudence de la Cour de cassation.....	32

DEUXIEME PARTIE

LA DISPOSITION DU NOUVEL ARTICLE 419, CODE PENAL
SPECIALE A LA SPECULATION FINANCIERE ; EXTENSION
DU DELIT AUX EFFETS PRIVES

CHAPITRE PREMIER. — INTRODUCTION SUR LE MARCHÉ, ET ALTÉ- RATION DES COURS.....	38
---	----

§ 1. Définition et objet de l'introduction sur le marché : Sens de l'expression : « Introduction sur le marché ». Distinction de l'émission et de l'introduction. Introduceurs collectifs et individuels	38
§ 2. Maîtrise du marché en vue de l'écoulement des titres : Objet de la régularisation de l'introduction. Moyens d'action de l'introduceur : 1° Blocage à l'introduction : Moyen de concentration, et non de raréfaction. Mécanisme de la clause de blocage. Sa légitimité. 2° Ecoulement progressif ou successif. Nécessité, dans certains cas, de la réduction des offres. 3° Raval. Sa justification	41
§ 3. La fixation du cours d'introduction sur le marché : Les deuxième et troisième moyens frauduleux qualifiés lui sont inapplicables. Bases d'évaluation du cours initial. Application de l'article 405. Application de l'article 419, à partir de l'introduction	45
§ 4. Introduction et spéculation : Caractère <i>sui generis</i> de l'introduction	53

CHAPITRE II. — SPÉCULATION, AGIOTAGE ET ALTÉRATION DES COURS.....	55
--	----

§ 1. L'activité licite sur le marché financier, en dehors du cas de l'introduction : Distinction nécessaire entre la spéculation et l'agiotage. Agiotage et fraude. Spéculation et prévision. Légalité de l'achat en vue de la revente avec profit. Combinaisons génératrices de profit. Nécessité de tenir compte de la nature du titre	55
§ 2. Spéculation à la hausse, et raréfaction du marché. Raréfaction naturelle et artificielle. Les différents opérateurs à la hausse. Raréfaction par achats massifs. Les offres d'achats et le troisième moyen frauduleux qualifié de l'article 419, Code pénal. Escompte proposé pour les achats à terme. Liquidation à perte d'achat à terme. Rachat de titres. Blocage Accaparement, et étranglement du découvert.....	60
§ 3. Spéculation à la baisse et saturation du marché. Saturation naturelle et artificielle. Différentes sortes d'opérateurs	

à la baisse. Les offres de vente et le deuxième moyen frauduleux qualifié de l'article 419 Code pénal. <i>L'Underselling</i> . Les ventes massives licites et l'écrasement du marché.....	70
§ 4. Intensification du marché. Combinaisons complexes. Achats et ventes simultanées, mécanisme de l'intensification du marché d'un titre. Question de sa licéité.....	78
§ 5. Altération négative et régularité du marché. Marchés fermés. Intervention sur le marché en vue de le régulariser...	83
§ 6. Défense de la cote et spéculation illicite.....	87

CHAPITRE III. — LA PUBLICITÉ FINANCIÈRE ET L'ARTICLE 419 CODE PÉNAL

§ 1. Publicité financière et publicité légale.....	89
§ 2. Définition et organes de la publicité financière.....	90
§ 3. Le mécanisme de la publicité par la voie de la presse....	92
§ 4. Publicité d'une nouvelle mensongère.....	93
§ 5. Publicité d'une nouvelle tendancieuse.....	96
§ 6. La publicité, comme élément secondaire du délit.....	98
§ 7. Publicité illicite frauduleuse et non frauduleuse.....	100
§ 8. La responsabilité en matière de publicité financière.....	102
§ 9. Le domaine de la publicité licite.....	104

TROISIÈME PARTIE

DES PRINCIPALES DISPOSITIONS LÉGALES AUTRES QUE L'ARTICLE 419 DU CODE PÉNAL, APPLICABLES A LA SPÉCULATION ILLICITE SUR LE MARCHÉ FINANCIER

CHAPITRE PREMIER. — L'ARTICLE 405 DU CODE PÉNAL ET LA SPÉCULATION ILLICITE SUR LE MARCHÉ FINANCIER.....

Exemples de manœuvres frauduleuses. Distinction entre l'article 405 Code pénal, et l'article 419 Code pénal.....	107
--	-----

CHAPITRE II. — LA SPÉCULATION ILLICITE RÉPRIMÉE PAR LA LOI DU 2 FÉVRIER 1924.....

But de cette loi. Inapplicabilité de l'article 419 Code pénal à la spéculation sur les monnaies. 1° Moyens délictueux de la loi de 1924; 2° Objet du délit : dépréciation des effets publics, et spéculation à la baisse sur les devises	112
--	-----

CONCLUSION

Défense de l'épargne. L'article 419 Code pénal, droit commun de la répression de l'altération des cours. Le risque, critérium théorique mais insuffisant de la spéculation et de l'agiotage. Concentration licite et accaparement délictueux. Nécessité d'une machination. L'article 419 Code pénal applicable. à la spéculation illicite après l'introduction. Critérium proposé de l'intervention licite sur le marché, tenant compte du moyen employé et de la nature du titre sur lequel porte l'opération de spéculation. La loi de l'offre et de la demande;

son caractère absolu en économie pure; son caractère relatif dans son application en droit positif.....	117
BIBLIOGRAPHIE.....	125
TEXTES RELATIFS A LA SPÉCULATION ILLICITE SUR LE MARCHÉ FINANCIER	129
TABLE DES MATIÈRES	133

